

FEVEREIRO DE 2009<sup>1</sup>**1. SUMÁRIO EXECUTIVO**

As estimativas de crescimento para a economia mundial, recentemente divulgadas no *World Economic Outlook* do FMI, indicam um cenário de recessão mais severa nos países industrializados e de desaceleração mais intensa para os países emergentes. Apesar de ser o epicentro da crise, a economia norte-americana é a que apresenta a recessão menos intensa quando comparada a outros países avançados. No caso dos países emergentes, as desacelerações mais significativas ocorrem naqueles países mais dependentes do petróleo e/ou mais ligados comercialmente às economias norte-americana e européia. Estima-se que o PIB mundial cresça apenas 0,5% em 2009. A recuperação ocorreria em 2010, mas com um ritmo de crescimento econômico bem inferior àquele observado entre 2004 e 2007.

O spread entre os juros dos títulos do Tesouro norte-americano e as taxas de juros para clientes de primeira linha (TED spread) apresentou uma significativa redução nos últimos dois meses, indicando que o período de pânico e elevadíssima aversão ao risco, iniciado em setembro de 2008, após a falência do banco Lehman Brothers, foi superado. Voltamos àqueles níveis de risco apenas elevados que eram observados durante a primeira fase da crise financeira, entre agosto de 2007 e agosto de 2008.

A ata da reunião do comitê de política monetária (FOMC) do Banco Central norte-americano indica que os juros continuarão baixos por um período de tempo considerável e que há possibilidade de injeção de moeda diretamente na economia através da compra primária de títulos públicos pelo FED. Como a taxa de inflação ao consumidor tem apresentado deflações mensais sucessivas desde agosto de 2008, o foco do Banco Central está na recuperação da economia. Entre julho e dezembro de 2008, a taxa de inflação norte-americana ao consumidor acumulada em doze caiu de 5,6% para 0,1%.

O pacote fiscal de recuperação econômica da administração Obama foi aprovado na Câmara dos Deputados no final de janeiro, mas mesmo que ele seja aprovado também pelo Senado com brevidade, seus efeitos concretos somente começarão a ser sentidos no segundo semestre do ano.

A tentação de responder à crise econômica mundial com medidas comerciais protecionistas continua grande. Nos Estados Unidos, o pacote de recuperação econômica indica preferência para o aço nacional nas obras de infra-estrutura a serem custeadas com recursos do pacote. O Equador elevou de 5% a 20% a tarifa de importação de 950 produtos. A Argentina impôs, e o Brasil tentou impor, regras de licenças não automáticas às importações com o objetivo de controlar “administrativamente” as importações. A comunidade Européia reintroduziu subsídios à exportação de alguns produtos alimentícios (em especial manteiga, queijo e leite). A Índia elevou a tarifa de importação de produtos siderúrgicos. Via de regra, as ações anti-competitivas dos países desenvolvidos são de subsídio à produção doméstica ou às exportações, enquanto que os países emergentes se concentram em elevações de tarifas de importação e na imposição de controles administrativos. É preciso que haja coordenação entre os países, pois a caminhada em direção ao protecionismo gera perdas para todos os países.

O Banco Central do Brasil iniciou o esperado ciclo de diminuição da taxa de juros, mas o fez com uma primeira redução acima do que era previsto pelo mercado financeiro. O ritmo das novas reduções de juros será bastante dependente dos dados econômicos de inflação e atividade e não se pode descartar outro corte de 100 pontos base na taxa de juros no início de março.

No setor externo, observa-se uma menor volatilidade na taxa de câmbio, indicando que o mercado começa a revelar os novos parâmetros de equilíbrio para o real. O retorno paulatino ao quadro foi auxiliado pela captação externa realizada pelo Tesouro em janeiro. O lançamento de títulos públicos no exterior contribuiu para a precificação de ativos brasileiros (inclusive câmbio), reduzindo sua volatilidade.

<sup>1</sup> Elaborado com informações disponíveis até 03/02/2009.

## 2. ECONOMIA MUNDIAL

Nas últimas semanas, as perspectivas quanto à duração e à profundidade da crise econômica mundial têm ficado relativamente mais sombrias. O quadro ainda é de recessão nos países industrializados e desaceleração nos países emergentes. Segundo as mais recentes estimativas do FMI (tabela 1) as economias avançadas devem apresentar uma recessão (-2,0%) em 2009 e um crescimento ainda muito lento em 2010 (1,1%). No caso das economias emergentes, que vinham crescendo a taxas muito elevadas nos últimos quatro anos, as estimativas são de uma forte desaceleração, com crescimento de apenas 3,3% em 2009 e 5,0% em 2010.

**TABELA 1**  
**Projeção de Crescimento do PIB (%) - FMI**

	2005	2006	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>1</sup>	2010 <sup>1</sup>
<b>Produção Mundial</b>	4,5	5,1	5,2	3,4	0,5	3,0
<b>Economias Avançadas</b>	2,5	2,9	2,7	1,0	-2,0	1,1
Estados Unidos	2,9	2,8	2,0	1,3	-1,6	1,6
Zona do Euro	1,6	2,8	2,6	1,0	-2,0	0,2
Alemanha	0,7	3,0	2,5	1,3	-2,5	0,1
França	1,9	2,2	2,2	0,8	-1,9	0,7
Espanha	3,6	3,9	3,7	1,2	-1,7	-0,1
Japão	1,9	2,2	2,4	-0,3	-2,6	0,6
Reino Unido	1,8	2,8	3,0	0,7	-2,8	0,2
<b>Economias Emergentes</b>	7,1	7,9	8,3	6,3	3,3	5,0
Rússia	6,4	7,4	8,1	6,2	-0,7	1,3
China	10,4	11,1	13,0	9,0	6,7	8,0
Índia	9,0	9,7	9,3	7,3	5,1	6,5
Brasil	3,2	3,7	5,7	5,8	1,8	3,5
México	3,1	4,9	3,2	1,8	-0,3	2,1

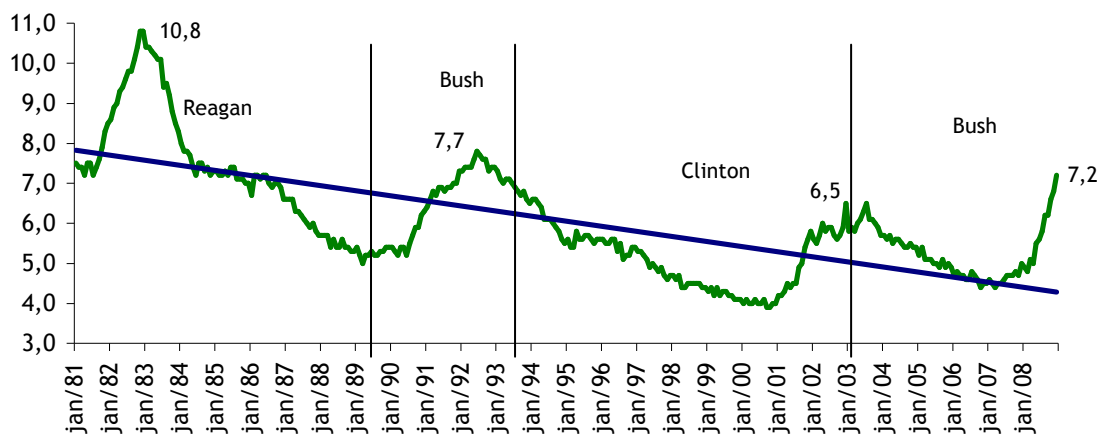
Nota: (p) provisório, (1) projeção

Fonte: FMI - World Economic Outlook

Apesar dos Estados Unidos serem o epicentro da crise atual, as piores estimativas de crescimento são encontradas em outras economias industrializadas, tais como Alemanha (-2,5%), Japão (-2,6%) e Reino Unido (-2,8%). Há alguns fatores a explicar esse paradoxo. Em primeiro lugar, a economia norte-americana é menos dependente do mercado externo que as outras economias industrializadas. Principalmente na Alemanha e no Japão, o setor externo representa uma importante fonte de demanda a impulsionar o crescimento econômico no curto prazo. Esses países têm grandes superávits comerciais que ajudam a gerar emprego e renda internamente. Como a crise econômica deverá ter um forte impacto em termos de redução de fluxos de comércio internacional, os países mais dependentes de demanda externa tendem a sofrer mais com a crise. Outra forma de ver esse mesmo fenômeno é quanto à efetividade da política econômica, principalmente a política monetária, sobre o nível de renda e emprego. Nos Estados Unidos, onde a

demanda interna é preponderante sobre a demanda externa,<sup>2</sup> uma redução dos juros, ao afetar o consumo e o investimento domésticos, tem um efeito mais forte sobre o crescimento econômico. Nas demais economias industrializadas, a política fiscal tende a ser mais relevante para a geração de demanda na tentativa de minimizar os impactos da crise econômica. Em segundo lugar, a economia norte-americana é bem mais flexível que as demais economias avançadas. Ela é mais flexível tanto no que diz respeito às mudanças de preços relativos, que são fundamentais para sinalizar as alterações necessárias na estrutura produtiva da economia, quanto no que diz respeito ao mercado de trabalho e às mudanças tecnológicas e de processo produtivo.

**GRÁFICO 1**  
Desemprego nos Estados Unidos (%)



Fonte: Bureau of Labor Statistics

A crise atual deverá interromper a tendência de longo prazo de redução da taxa de desemprego nos Estados Unidos. Como pode ser observado no gráfico 1, a taxa de desemprego sempre se elevou nas recessões anteriores, mas, a cada recessão, a elevação da taxa de desemprego era menor que aquela observada na recessão anterior. O pico do desemprego nas recessões caiu de 10,8% na recessão dos anos oitenta, para 7,7% na recessão dos anos noventa e atingiu apenas 6,5% na última recessão ocorrida no final do governo Clinton. Esse comportamento não deverá ser observado na recessão atual. A taxa de desemprego corrente já superou o pico atingido na última recessão e deverá continuar a crescer nos próximos meses, podendo aproximar-se de 10%.

Ao contrário do que ocorreu na recessão passada, o PIB norte-americano apresentou agora dois trimestres seguidos de crescimento negativo. Houve retração de 0,5% no terceiro trimestre do ano de 2008 e de 3,8% no quarto trimestre. O resultado do último trimestre do ano de 2008 representa o pior resultado dos últimos 26 anos. A maior deterioração em relação ao terceiro trimestre ocorreu por conta do desempenho dos

<sup>2</sup> Os dados acumulados até o mês de novembro indicam que o déficit comercial atingiu US\$ 763,5 bilhões e um superávit em serviços de US\$ 132,7, resultando em um déficit em bens e serviços de US\$ 630,9 bilhões.

investimentos privados e dos gastos do governo, uma vez que a contribuição negativa do consumo e positiva da demanda externa para o desempenho do PIB ficaram praticamente constantes. O desempenho de -3,8% é resultado de contribuições negativas do consumo das famílias (-2,47 p.p.), do investimento privado doméstico (-1,80 p.p.), além das contribuições positivas do setor externo (0,09 p.p.) e dos gastos do governo em consumo e investimento (0,38 p.p.). A combinação de um primeiro semestre de crescimento positivo do PIB com um segundo semestre de recessão gerou um resultado de expansão de 1,3% para o PIB norte-americano em 2008.

No que tange aos grandes países emergentes, os principais desempenhos negativos são esperados para o México e para a Rússia, com a desaceleração econômica tornando-se recessão em 2009. No caso do México, o comportamento negativo está associado à forte ligação com a economia norte-americana que, em função do NAFTA, é o principal comprador das exportações mexicanas. Já no caso da Rússia, a esperada recessão se explica, principalmente, pelo elevado peso que o setor de exploração de petróleo e gás tem na economia. A queda nos preços de energia está reduzindo fortemente as receitas de exportações relacionadas à energia, com impactos negativos sobre toda a economia.<sup>3</sup> Países como a Índia, a China e o Brasil, que têm um significativo mercado consumidor doméstico ou que, como é o caso da China, tem uma elevada taxa de poupança (investimento) doméstica, tendem a sofrer menos com a crise. Suas economias podem ser mais significativamente influenciadas pelas políticas econômicas contra-cíclicas domésticas.

O pacote econômico de quase um trilhão de dólares<sup>4</sup> da nova administração Obama deverá ajudar na recuperação da economia norte-americana, mas seus efeitos concretos serão sentidos apenas a partir do segundo semestre do ano, quando os gastos começarem a ser realmente implementados. Nos próximos meses os efeitos do pacote econômico são apenas (mas não desprezíveis) de melhoria das expectativas dos agentes econômicos em relação ao futuro. A negociação no Congresso norte-americano tem dado contornos protecionistas ao pacote do presidente Obama. A Câmara dos Deputados incluiu um dispositivo que privilegia a compra de aço norte-americano nos gastos públicos de infraestrutura financiados com recursos do pacote. Tal dispositivo vai de encontro ao compromisso assumido pelo G-20, em novembro de 2008, no sentido de *“reprimir nos próximos 12 meses, a criação de novas barreiras ao investimento ou comércio de bens e serviços.”*<sup>5</sup>

A política monetária continua a ser expansionista, com o FED mantendo os juros básicos na faixa entre 0% e 0,25% ao ano. O informe divulgado depois da última reunião do

<sup>3</sup> Na verdade, a queda nos preços do petróleo atrapalha também a economia mexicana que é exportadora de petróleo.

<sup>4</sup> Cerca de um terço do valor total do pacote envolve redução de impostos e dois terços são referentes à expansão de gasto público. O pacote deverá elevar substancialmente o déficit público norte-americano, que terminou o ano fiscal de 2008 (em setembro) em US\$ 454,8 bilhões ou 3,2% do PIB. Estima-se que o déficit, em 2009, poderá ultrapassar o valor de um trilhão de dólares.

<sup>5</sup> Infelizmente, já começaram a surgir medidas protecionistas em vários países. No Brasil, por exemplo, tivemos recentemente o episódio da implementação de licenças não automáticas de importação para inúmeros produtos. A não-automatidade das licenças prévias permitiria um controle quantitativo das importações. Felizmente, essa medida protecionista do governo brasileiro foi revogada.

FED indica que a taxa de juros deverá continuar bastante baixa por algum tempo.<sup>6</sup> A crise econômica teve uma influência surpreendente sobre a taxa de inflação norte-americana. Em julho de 2008, a taxa de inflação norte-americana ao consumidor acumulada em doze meses era de 5,6%. Em dezembro de 2008, em função de cinco meses seguidos de deflação ocorridos a partir de agosto, esse valor caiu para 0,1%.<sup>7</sup> Até o momento, a deflação tem sido causada, principalmente, pela queda nos preços de energia, não havendo, ainda, um quadro preocupante de deflação generalizada por toda a economia. A expectativa do FED é que a economia comece a se recuperar de forma gradual apenas no final do ano de 2009.

Uma importante mensagem passada pelo FED é que, além da manutenção da taxa de juros em um patamar bastante reduzido, o Banco Central tem também agido de forma a elevar diretamente a oferta de liquidez na economia através da compra de títulos privados de mais baixa liquidez associados ao mercado imobiliário.<sup>8</sup> Além disso, o FED informa ainda que está disposto a elevar a oferta de moeda na economia através da compra direta de títulos do Tesouro, caso tal medida seja necessária para melhorar as condições no mercado financeiro.<sup>9</sup> Esse é um anúncio importante, pois ajuda a acalmar as expectativas do mercado financeiro quanto a possíveis problemas de liquidez que venham a agravar a crise financeira no futuro. Há um seguro implícito sendo oferecido pelo Banco Central norte-americano no sentido de ações que afetem diretamente a quantidade de moeda na economia, caso as ações que já vem sendo efetivadas via preços (juros próximos de zero) não sejam suficientes para manter a liquidez do sistema financeiro.

O gráfico 2 mostra a trajetória para dados mensais do *spread* entre a *libor* de três meses sobre os títulos do Tesouro norte-americano de igual maturidade. Esse indicador (*TED spread*) é uma boa medida da aversão ao risco dos investidores, pois mostra o prêmio que está sendo cobrado no curto prazo para sair de uma operação livre de risco e entrar em uma operação de primeira linha (*prime*). Obviamente esse *spread* funciona como piso para a determinação dos *spreads* em relação a outras operações de maior risco. Os dados de dezembro de 2008 e para os primeiros dias de janeiro de 2009 indicam que se está voltando a um patamar de aversão ao risco similar àquele vigente durante a primeira fase da crise financeira global, antes da falência do banco *Lehman Brothers*. Embora esse patamar para o *TED spread* ainda continue muito elevado em relação aos padrões históricos, há ao menos uma indicação de que a fase mais aguda da crise financeira parece ter sido superada.

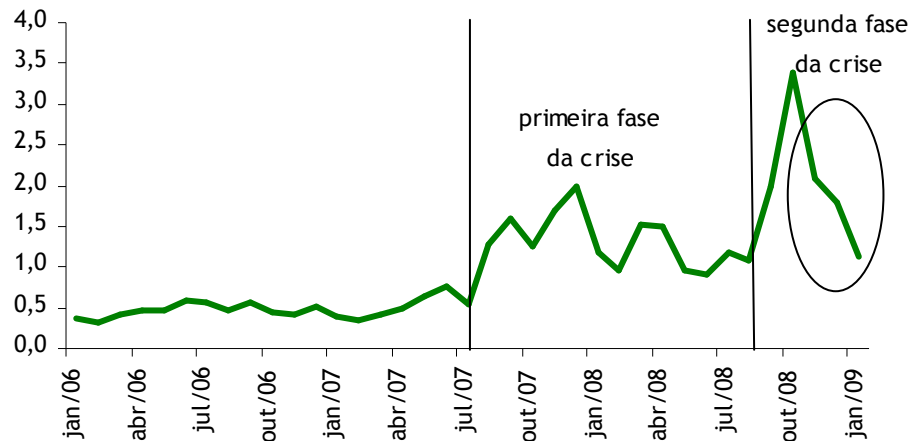
<sup>6</sup> Diz o informe que: “O Comitê continua a antecipar que as condições econômica devem garantir nível excepcionalmente baixo para a taxa dos FED funds por algum tempo.”

<sup>7</sup> A taxa anual de inflação norte-americana em 2008 ficou em 3,8%, pois o cálculo é feito pela média dos índices de preços ao longo dos doze meses de 2008 em relação aos doze meses de 2007. Mas quando comparamos os preços entre dezembro de 2008 e dezembro de 2007 a inflação é de apenas 0,1%.

<sup>8</sup> “O FED continua a comprar grandes quantidades de títulos lastreados em hipotecas para auxiliar os mercados de hipotecas e imobiliário, e segue pronto para expandir a quantidade dessas compras e a duração do programa de compras caso necessário.”

<sup>9</sup> “O Comitê também está preparado para comprar títulos de longo prazo do Tesouro caso as circunstâncias indiquem que tais operações serão particularmente efetivas em melhorar as condições nos mercados de crédito privado.”

**GRÁFICO 2**  
**Treasuries Eurodollars Difference - TED Spread**



Notas: Para janeiro os dados correspondem aos 21 primeiros dias do mês.  
 Fonte: Federal Reserve of St. Louis Fred e British Bankers' Association

A redução na aversão ao risco pode ser uma indicação de que a fase mais aguda da crise financeira já passou. Esse talvez seja um bom momento para que o governo norte-americano retome o TARP (*Troubled Assets Relief Program*) em seu projeto original, que consistia em limpar o balanço dos bancos privados de parte dos ativos tóxicos ao mesmo tempo em que promoveria um processo de “descoberta de preços” para esses ativos. Ao contrário da previsão original, os primeiros US\$ 350 bilhões referentes ao TARP foram usados para capitalizar os bancos, pois havia risco de insolvência e de risco sistêmico para o sistema financeiro como um todo. No momento em que a aversão ao risco diminui e que a segunda parte do TARP já foi liberada pelo congresso norte-americano, parece ser relevante retomar o plano original de criar mecanismos para precificar os ativos tóxicos, como forma de colaborar para a normalização das atividades do sistema financeiro.

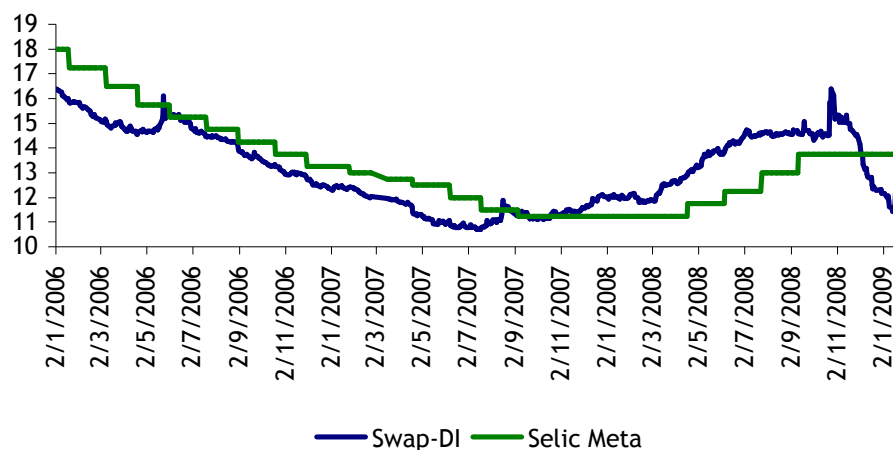
### 3. POLÍTICA ECONÔMICA, INFLAÇÃO E NÍVEL DE ATIVIDADE

Na sua primeira reunião do ano de 2009, o Banco Central iniciou um processo de redução da taxa de juros. Embora a redução da taxa Selic já fosse amplamente esperada, o Banco Central surpreendeu ao promover uma redução de 1 ponto percentual, trazendo a meta da Selic para 12,75%. A ata da última reunião do Copom indica uma preocupação muito menor com a trajetória da taxa de inflação, que é vista como benigna pelo Copom, e uma maior ênfase na redução do nível de atividade. Diz a ata que *“as perspectivas para a evolução da atividade econômica continuaram se deteriorando desde a última reunião do Copom, ainda que os dados de atividade na indústria venham em parte refletindo processo de redução de estoques, que tende a se esgotar. Note-se particularmente que, diante dos efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas, a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica arrefeceu de forma intensa. Adicionalmente, a intensificação da crise internacional tem exercido influência negativa sobre a confiança dos consumidores e dos empresários. Caso persista tal situação, o dinamismo da atividade passaria a depender crescentemente da expansão da massa*

salarial real e dos efeitos das transferências governamentais que devem ocorrer neste ano. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões correntes de política monetária terão impactos concentrados nos trimestres à frente. O Copom avalia que a perda de dinamismo da demanda doméstica deve ocasionar redução das pressões inflacionárias.”

A ata chama a atenção ainda para o auxílio que as condições de crédito mais apertadas fornecem à política monetária, pois mesmo sem elevação da taxa Selic, as taxas de juros para os tomadores finais de crédito tem se elevado nos últimos três meses. Diz a ata que “o Comitê entende que a consolidação de condições financeiras restritivas por período mais prolongado deve exercer efeito contracionista significativo sobre a demanda e, ao longo do tempo, desempenhar pressão desinflacionária importante”. De certa forma, a elevação da aversão ao risco e a maior seletividade no mercado de crédito geraram um aperto monetário adicional que pode permitir uma redução da taxa de juros básica.

**GRÁFICO 3**  
Taxa de Juros Selic e Taxa Referencial de Swap-DI 360 Dias (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

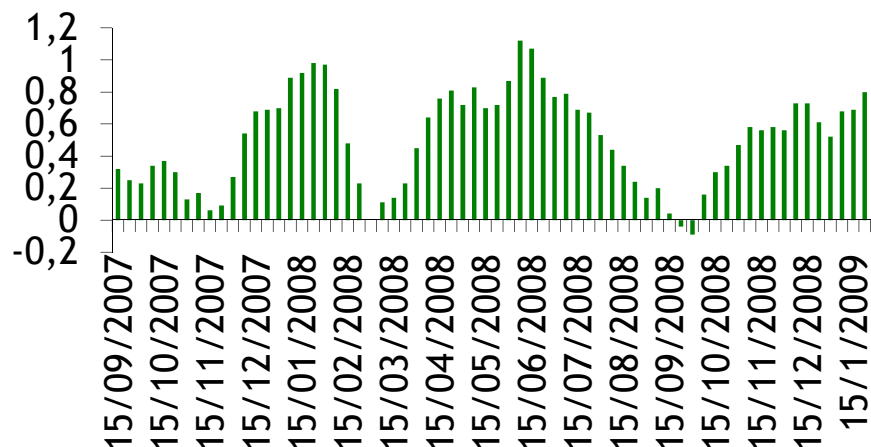
As perguntas relevantes nesse momento dizem respeito ao tamanho do corte de juros a ser implementado e a velocidade do ajuste. Ao reduzir em 1 p.p. o Copom parece alterar uma postura vigente até 2007 no sentido de gerar maior previsibilidade de movimentos da Selic.<sup>10</sup> Nesse aspecto cabe lembrar que na reunião anterior do Copom a elevação dos juros que foi considerada e descartada era de apenas 0,25 p.p.. A ata faz menção explícita a divergência entre os membros do Copom com relação a qual seria “a velocidade ótima de implementação do processo de flexibilização”. Por cinco votos a três

<sup>10</sup> Em abril de 2008, o Copom também surpreendeu o mercado ao iniciar o processo de aperto monetário com uma elevação da taxa Selic de 0,5 p.p., quando as expectativas generalizadas do sistema financeiro eram de um primeiro aumento de 0,25 p.p.. Também naquela ocasião o Copom informou que estava realizando, “de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros”. Os eventos de abril de 2008 e de janeiro de 2009 parecem indicar uma mudança do *modus operandi* do Copom. Uma menor importância está sendo dada atualmente a previsibilidade da política monetária.

venceu a visão de que seria mais interessante de imediato “*parte relevante do movimento da taxa básica de juros*”. A decisão da próxima reunião do Copom, no início de março, deverá ser bastante dependente dos dados macroeconômicos de inflação e atividade que estiverem disponíveis até lá. No momento, na medida em que o ajuste total mais provável parece ser o de uma redução de 275 pontos, dos quais 100 pontos já foram implementados, espera-se uma redução no ritmo de queda da Selic. Como mostra o gráfico 3, a diferença entre a taxa Selic meta e o swap de um ano, que expressa uma expectativa da magnitude do ajuste na Selic nos próximos doze meses, é atualmente de cerca de 150 pontos. Contudo, caso os dados de atividade (produção industrial e vendas no comércio) mostrem uma deterioração mais significativa e que não ocorra um repasse da desvalorização cambial para os preços, um novo corte de 1 p.p. é uma opção concreta.

Os dados de inflação das primeiras semanas de janeiro mostram um quadro relativamente menos positivo que aquele observado no final de 2008. O IPCA -15 de janeiro atingiu 0,40%, o que equivale a uma inflação anualizada de 4,91%, acima dos 0,29% observados em dezembro. Os dados do IPC-S para o mês também mostram uma aceleração da inflação, que atingiu 0,83% em 31/janeiro (gráfico 4). Embora exista o efeito sazonal das mensalidades escolares, que elevou o item educação do IPC-S para 3,53%, há que se considerar também que houve uma elevação significativa dos preços dos alimentos, que subiram 1,0%.

**GRÁFICO 4**  
Inflação - IPC-S (%)

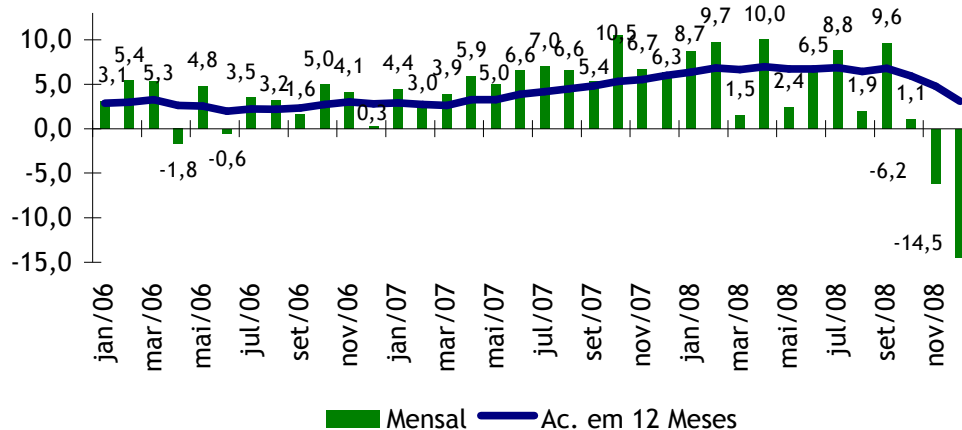


Fonte: FGV Dados

Os dados de atividade econômica são mais preocupantes para a indústria do que para o comércio, mas em ambos os casos já se nota deterioração em relação ao passado recente. Em novembro de 2008, a produção de bens da indústria foi 6,2% inferior àquela observada em novembro de 2007 (gráfico 5) e 5,2% abaixo da registrada em outubro de 2007. Em dezembro, a queda foi ainda maior, atingindo -14,5%. A queda de produção observada nos últimos dois meses foi generalizada, atingindo todos os segmentos da indústria, mas foi particularmente severa no setor de bens de consumo duráveis, que

apresentou uma queda de produção de 42,2% em dezembro de 2008 em relação a dezembro de 2007.

**GRÁFICO 5**  
Produção Física Industrial (%)



Fonte: IBGE

Nota: (\*) Mês sobre mesmo mês do ano anterior

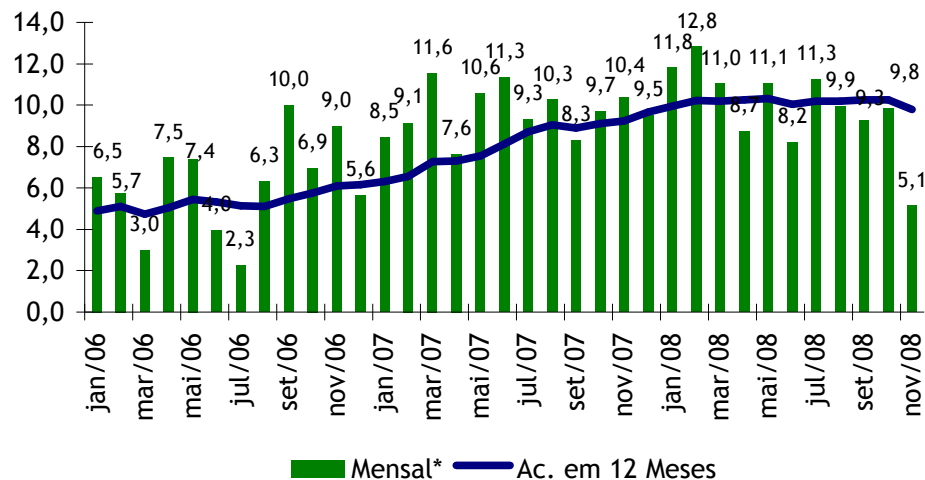
A queda da produção em dezembro é comparável àquela observada no início de 1991 quando da implementação do Plano Collor I. De certa forma, o paralelo entre as duas experiências é pertinente, pois, em ambos os casos, um fator externo à economia real foi o elemento gerador da crise.<sup>11</sup> A crise na indústria é grave, se iniciou nas empresas de maior porte e com mais conexões com o comércio internacional e com o financiamento externo.

Além da crise econômica em si, a volatilidade da taxa de câmbio, muito elevada entre setembro e dezembro de 2008, também contribuiu para a queda na produção industrial. As empresas que exportam seu produto final ou importam matérias-primas ficaram sem bases para a determinação de preços e preferiram reduzir a produção e as vendas. Na medida em que a volatilidade cambial se reduza nos próximos meses, esse fator negativo também deixará de atrapalhar o desempenho da indústria.

O momento não é de pânico, mas também não é de complacência com o tamanho e as conseqüências da crise mundial. O momento é de enxugar custos e estoques, reduzir os prazos de financiamentos e manter-se capitalizado. Assim, as empresas podem, ao mesmo tempo, se defender da crise e estarem preparadas para aproveitar as oportunidades de novos negócios que ela eventualmente traga.

<sup>11</sup> O paralelo com a crise observada no Plano Collor fornece alguma esperança para o futuro, pois naquela ocasião a queda pode ser amenizada nos meses seguintes na medida em que as empresas se ajustem a nova realidade econômica.

**GRÁFICO 6**  
**Volume de Vendas no Comércio Varejista (%)**



Fonte: IBGE

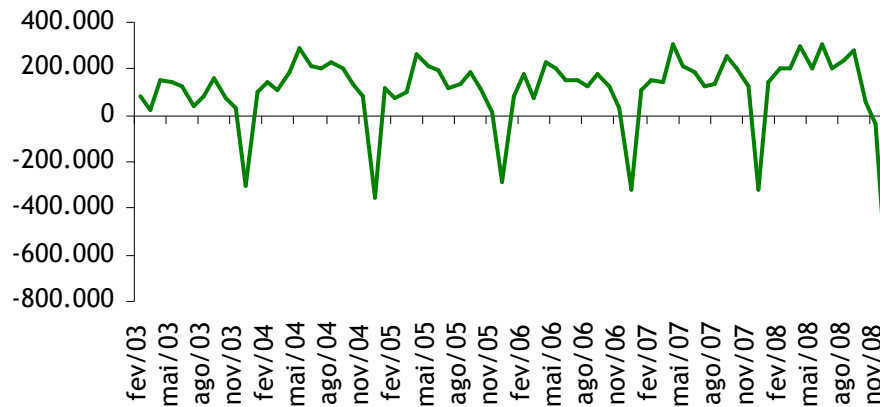
Nota: (\*) Mês sobre mesmo mês do ano anterior

No comércio varejista, novembro foi também um mês de reversão de tendência, com o volume de vendas desacelerando fortemente em relação aos meses anteriores. Como mostra o gráfico 6, embora o volume de vendas no varejo, em novembro, tenha crescido 5,1%, esse foi o pior desempenho desde junho de 2006, representando uma taxa cerca de 50% menor que aquela que vinha sendo observada em média nos doze meses anteriores. Note-se ainda que não está incluído no dado do varejo um dos setores mais fortemente afetado pela crise financeira e pelo aperto das condições de crédito. O setor de venda de automóveis partes e peças não é usualmente incluído no comércio varejista, pois não é possível separar as vendas do varejo e do atacado. Nesse setor, o volume de vendas caiu 18,8% em novembro.<sup>12</sup>

Os impactos da crise econômica sobre o mercado de trabalho brasileiro ainda não se fizeram sentir de forma generalizada. O impacto inicial tem sido sobre o mercado de trabalho formal, em etapas que começam com a redução das contratações, passam pelas férias coletivas e redução de jornada de trabalho para os trabalhadores já empregados e acabam chegando às demissões. Como mostra o gráfico 7, há uma queda sazonal na geração de empregos formais (contratações menos demissões) em dezembro. Contudo, para dezembro de 2008 a queda sazonal foi significativamente maior que aquela que seria esperada. O saldo negativo em dezembro de 2008 foi 104,7% maior que aquele observado em dezembro de 2007. A abertura dos dados do CAGED por setores e regiões mostra que o problema na geração de emprego formal ainda não é generalizado, atingindo principalmente aqueles setores e regiões mais afetados pela crise econômica.

<sup>12</sup> No setor automobilístico a mudança de tendência nas vendas foi muito forte. Em setembro, registrou-se uma elevação de vendas de 31,7% em relação ao mesmo mês de 2007. Nos dois meses seguintes a retração de vendas foi de, respectivamente, 5,2% e 18,8%.

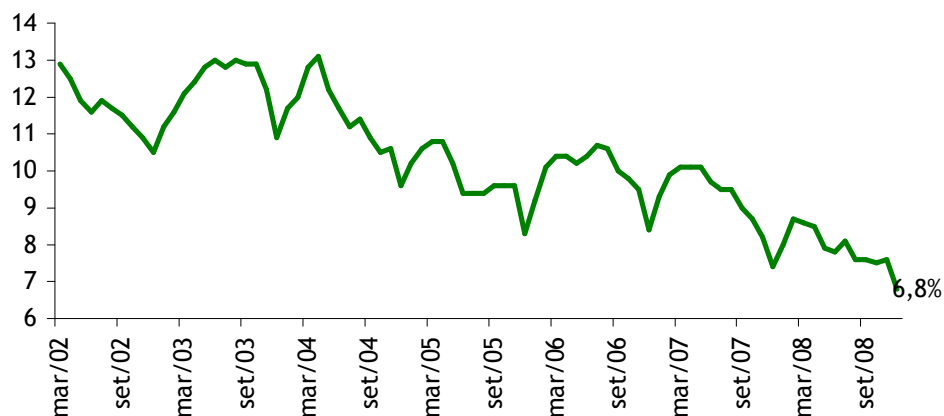
**GRÁFICO 7**  
Geração de Emprego Mensal no Brasil (número de postos)



Fonte: Ministério do Trabalho

O emprego informal ainda não foi afetado pela crise, permitindo que a taxa de desemprego de dezembro de 2008 (6,8%) tenha apresentado queda em relação a dezembro de 2007 (gráfico 8). O caminho normal da desaceleração econômica pode inclusive elevar o emprego informal, na medida em que as dificuldades econômicas das empresas dificultem o pagamento de todos os custos trabalhistas associados ao emprego formal.

**GRÁFICO 8**  
Taxa de Desocupação no Brasil (%)



Fonte: IBGE

**TABELA 2**  
**Arrecadação dos Impostos Federais (R\$ Milhões)**

<b>RECEITAS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>Var. % 08/07</b>
Imposto sobre Importação	17.235	12.257	40,61
IPI Total	39.466	33.863	16,55
Imposto sobre a Renda Total	191.755	160.316	19,61
IOF	20.341	7.834	159,66
ITR	470	379	23,88
CPMF	1.148	36.483	-96,85
COFINS	120.801	102.908	17,39
Contribuição para o PIS/PASEP	31.598	26.836	17,75
CSLL	43.970	34.501	27,44
CIDE - Combustíveis	5.934	7.939	-25,25
Contribuição para o FUNDAF	252	367	-31,35
Outras Receitas Administradas	6.755	7.645	-11,64
Receita Previdenciária	180.476	153.845	17,31
Demais Receitas	25.474	17.642	44,39
<b>Total Geral das Receitas</b>	<b>685.675</b>	<b>602.817</b>	<b>13,75</b>

Fonte: Receita Federal

As finanças públicas de dezembro já começam a sentir os efeitos da crise econômica sobre a arrecadação de impostos. A arrecadação federal de impostos apresentou, em dezembro de 2008, o seu menor crescimento nominal em 40 meses (0,91%), gerando uma perda real de 4,7% em relação a dezembro de 2007. Apesar desse fraco desempenho em dezembro, o resultado para o ano como um todo foi muito positivo. Como mostra a tabela 2, a arrecadação federal cresceu nominalmente 13,8% (ou R\$ 83 bilhões), o que representa um ganho real de 7,7%, um valor acima do crescimento econômico esperado para 2008.

Depois de vários meses de um discurso no sentido da ampliação do gasto público como forma de combater a crise econômica, o governo federal anunciou, recentemente, um contingenciamento orçamentário de R\$ 37,2 bilhões, sendo R\$ 22,6 bilhões referentes a gastos em custeio e R\$ 14,6 bilhões em gastos de investimento. O contingenciamento vale inicialmente até março de 2009, quando será feita uma reavaliação com base no desempenho da arrecadação fiscal. O governo manteve fora desse contingenciamento aqueles gastos públicos em custeio com elevado impacto político-eleitoral. Foi mantida a elevação de 12,05% no salário mínimo<sup>13</sup>, a elevação dos benefícios do programa bolsa-família, as contratações e os aumentos de salários de funcionários públicos. Na verdade, o contingenciamento não representa redução de gasto público. O gasto total nominal (e provavelmente real) em 2009 será maior que o de 2008. O contingenciamento funciona apenas como uma forma de limitar essa expansão.

<sup>13</sup> A situação orçamentária da previdência social deverá se deteriorar significativamente em 2009. Por um lado, a elevação do salário mínimo eleva os gastos com benefícios. Por outro, os efeitos da crise econômica sobre o emprego formal afetam a arrecadação previdenciária.

O desempenho relativamente mais fraco esperado para a arrecadação de impostos e a resistência política em conter de forma mais enfática o gasto público deve contribuir para uma deterioração das contas públicas em 2009. Ao contrário do que ocorria em crises anteriores, nas quais a situação fiscal já era cronicamente precária antes mesmo do início da crise, atualmente é possível absorver essa deterioração das contas públicas com uma expansão do endividamento sem a geração de risco de insolvência da dívida pública. O Plano Anual de Financiamento (PAF) do Tesouro Nacional deixa isso claro ao elevar bastante o estoque possível da dívida pública federal em dezembro de 2009 para R\$ 1,6 trilhão, um valor bem acima do estoque de R\$ 1,39 trilhão vigente em dezembro de 2008. Segundo declarações próprio Secretário do Tesouro, poderão ocorrer “emissões específicas com o intuito de auxiliar o restabelecimento do crédito e a manutenção dos programas de investimento estratégico do governo”.

A expansão de receita foi tão significativa em 2008, tanto em nível federal quanto estadual, que permitiu a obtenção de um superávit primário de 4,07% do PIB (R\$118 bilhões) mesmo com expansão de gastos ao longo do ano e a capitalização do Fundo Soberano do Brasil (FSB) ao “apagar das luzes” do mês de dezembro<sup>14</sup>. O superávit primário de 2008 foi superior ao do ano anterior em 0,15 ponto percentual. Houve também redução do déficit nominal em 2008, pois os gastos com pagamentos dos juros atingiram o menor valor como proporção do PIB dos últimos onze anos (5,59% do PIB ou R\$ 162,3 bilhões). Assim, o déficit nominal foi de apenas 1,53% do PIB (R\$ 44,3 bilhões), o que representa o melhor resultado para final de ano desde o início da série histórica, em 1991. Os dados de contas públicas fornecem uma certa folga para que a expansão do gasto público em 2009 não crie os tradicionais problemas de insolvência da dívida pública. Essa folga fiscal deverá ser ampliada na medida em que a redução da taxa de juros, que foi iniciada em janeiro de 2009, permitirá reduzir o custo da dívida pública.

#### 4. SETOR EXTERNO E TAXA DE CÂMBIO

A balança comercial terminou o ano de 2008 com um superávit 38,2% menor que aquele observado em 2007, em função de um crescimento mais acelerado das importações em relação à expansão das exportações. Essa redução do superávit comercial associada à elevação do déficit da conta de serviços e rendas gerou um déficit em transações correntes de US\$ 28,3 bilhões. A crise financeira terminou com o período de fartura de capital disponível para o financiamento externo da economia brasileira. Como mostra a tabela 3, em 2007 houve um superávit (acumulação de reservas) de US\$ 87,484 bilhões no balanço de pagamentos brasileiro. Já em 2008, esse superávit foi reduzido a US\$ 279,99 milhões.

<sup>14</sup> A criação do FSB (no valor de R\$ 14,2 bilhões) gerou, em dezembro de 2008, o maior déficit primário da série histórica calculada pelo Banco Central, que se inicia em 1991. O déficit primário mensal de dezembro foi de R\$ 16,8 bilhões, sendo que o do governo central atingiu R\$20,8 bilhões.

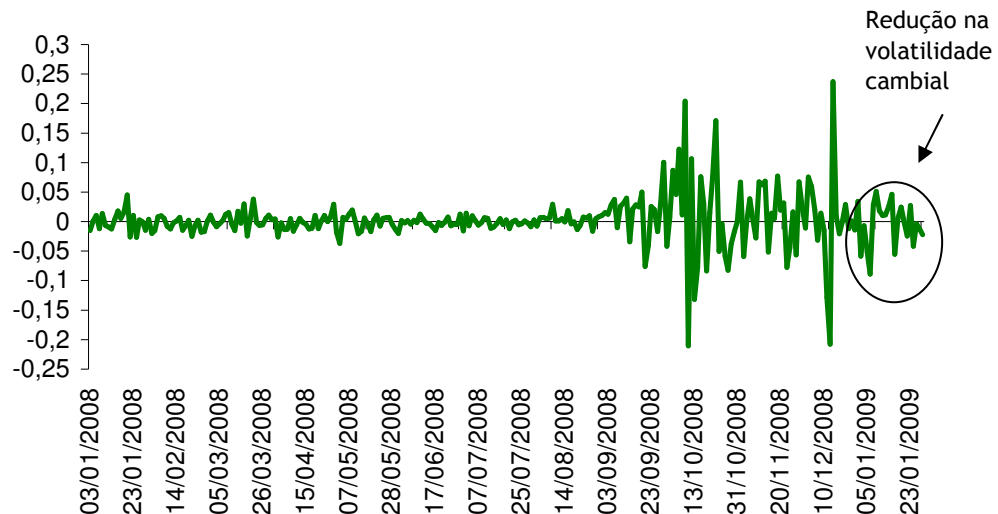
**TABELA 3**  
**Balanzo de Pagamentos (US\$ Milhões)**

	2007		2008		Variação	
	Dez	Ano	Dez	Ano	Dez	Ano
Balança Comercial (FOB)	3.638	40.032	2.301	24.746	-36,75	-38,18
Exportações	14.231	160.649	13.817	197.942	-2,91	23,21
Importações	10.592	120.617	11.517	173.197	8,73	43,59
Serviços e rendas	-4.596	-42.510	-5.647	-57.234	22,87	34,64
Transf. Unilaterais	460	4.029	424	4.188	-7,83	3,95
<b>Transações correntes</b>	<b>-498</b>	<b>1.551</b>	<b>-2.922</b>	<b>-28.300</b>	<b>486,75</b>	<b>-1924,63</b>
<b>Conta capital e financeira</b>	<b>3.819</b>	<b>89.086</b>	<b>-2.873</b>	<b>32.986</b>	<b>-175,23</b>	<b>-62,97</b>
Conta Capital	57	756	91	1.091	59,65	44,31
Conta Financeira	3.762	88.330	-2.965	31.895	-178,81	-63,89
Inv. direto (líquido)	-2.894	27.518	4.970	24.603	-271,73	-10,59
Investimento em carteira	8.692	48.390	-4.259	1.133	-149,00	-97,66
Derivativos	-197	-710	9	-312	-104,57	-56,06
Outros Investimentos	-1.838	13.131	-3.684	6.471	100,44	-50,72
<b>Erros e Omissões</b>	<b>-228</b>	<b>-3.152</b>	<b>228</b>	<b>-1.718</b>	<b>-200,00</b>	<b>-45,49</b>
<b>Variação de reservas</b>	<b>-3.093</b>	<b>-87.484</b>	<b>5.567</b>	<b>-2.969</b>	<b>-279,99</b>	<b>-96,61</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

A deterioração no financiamento externo, ocorrida a partir de setembro de 2008, gerou não apenas uma elevação na taxa de câmbio, mas também um significativo aumento na sua volatilidade. Houve uma mudança de regime no mercado cambial, com o fim da longa fase de contínua valorização do real. Como quase sempre ocorre, essa mudança de regime foi acompanhada por elevada volatilidade (variações bruscas positivas e negativas) da taxa de câmbio. O gráfico 9 mostra claramente esse aumento de volatilidade a partir de setembro de 2008, mas mostra também que, no mês de janeiro, a volatilidade começou a se reduzir em relação aos piores momentos da crise. Um quadro similar pode também ser observado para o risco-país, que também mudou de regime a partir de setembro de 2008 com elevada volatilidade.

**GRÁFICO 9**  
**Volatilidade da Taxa de Câmbio Real/Dólar**



Fonte: Ipeadata

Na tentativa de contribuir para a redução da volatilidade nos preços dos ativos e para a redução do risco no processo de precificação de ativos brasileiros no exterior, principalmente no que diz respeito à precificação de novos papéis, o Tesouro Nacional realizou uma emissão internacional de bônus no início de janeiro de 2009. A venda de títulos públicos é um elemento importante para dar parâmetros de preço para os papéis brasileiros no mercado internacional. A captação realizada foi em Global 2019 no valor de US\$ 1,025 bilhão. O papel tinha um cupom de 5,875% mas, como foi vendido a 98,135% do valor de face, o retorno final para o investidor ficou em 6,127% ao ano. O spread aos títulos do Tesouro norte-americano com vencimento em 2018 foi de 370 pontos. O rendimento e o *spread* foram mais elevados em relação à última captação realizada antes da crise. Em maio de 2008, o Tesouro captou US\$ 525 milhões em Global 2017 com rendimento de 5,299% e *spread* de 140 pontos. Embora a diferença entre as duas captações seja significativa, o resultado recente ainda é muito distante daqueles observados em crises internacionais anteriores quando os *spreads* ultrapassavam os 700 pontos. Assim, talvez seja mais apropriado dizer que os resultados da captação de janeiro espelham melhor a realidade estrutural dos papéis brasileiros e que os resultados observados no período de bonança do mercado financeiro internacional eram excessivamente favoráveis ao Brasil.

## 5. DADOS E PROJEÇÕES ECONÔMICAS

	2006	2007	2008	2009
<b>PIB</b>				
PIB Nominal (US\$ bilhões)	1.067,4	1.309,1	1.410,4	1.380,7
População (mil)	183.554,3	185.738,3	187.886,0	187.887,0
PIB per capita (US\$)	5.673,8	7.048,1	7.506,5	7.348,6
PIB VA - crescimento real (%)	3,7	5,4	5,2	2,1
Agropecuária	4,2	5,3	5,5	1,8
Índustria	2,8	4,9	4,1	1,9
Serviços	3,7	4,7	5,6	2,2
<b>Preços</b>				
IPCA - IBGE (%)	3,1	4,5	5,9	4,9
IGP-M - FGV (%)	3,8	7,7	9,8	5,0
<b>Emprego</b>				
Taxa de Desemprego - IBGE (%)	10,0	9,3	6,8	8,5
<b>Setor Público</b>				
Resultado Nominal (% do PIB)	(3,0)	(2,3)	(1,5)	(2,0)
Resultado Primário (% do PIB)	4,3	4,0	4,1	3,8
Juros Nominais (% do PIB)	7,3	6,3	5,6	5,8
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	44,9	42,8	36,0	37,0
<b>Câmbio e Juros</b>				
Taxa de Câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,15	1,77	2,34	2,22
Taxa de Câmbio R\$/US\$ (variação anual)	(8,1)	(17,6)	31,9	(5,0)
Taxa de Juros Nominal (final de período)	13,25	11,25	13,75	11,00
Taxa de Juros Real - deflator IPCA (média do ano)	10,4	8,2	6,5	6,2
Juro Nominal - média de período	15,12	12,05	12,46	11,53
<b>Balanco de Pagamentos</b>				
Exportações (US\$ bilhões)	137,4	160,6	197,9	178,0
Importações (US\$ bilhões)	91,4	120,6	173,2	162,0
Balança Comercial (US\$ bilhões)	46,1	40,0	24,7	16,0
Conta Corrente (US\$ bilhões)	13,3	1,5	(28,3)	(25,0)
Conta Corrente (% do PIB)	1,3	0,1	(2,0)	(1,8)
Investimento Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)	18,8	34,6	45,0	29,0
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	85,8	181	207	205

Fontes: Banco Central do Brasil, IPEA Data, IBGE e MDIC

Projeções: Gerência de Análise Econômica e Riscos de Mercado- Banco Cooperativo SICREDI S/A

**Consultor Responsável: Marcelo S. Portugal**