



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JOEL NDALA MAKANGILA

**AJUSTAMENTO DA CONTA CORRENTE: UMA ANÁLISE COMPARATIVA
ENTRE A CRISE DA COVID-19 E A CRISE FINANCEIRA GLOBAL NO BRASIL**

Rio de Janeiro

2022

JOEL NDALA MAKANGILA

**AJUSTAMENTO DA CONTA CORRENTE: UMA ANÁLISE COMPARATIVA
ENTRE A CRISE DA COVID-19 E A CRISE FINANCEIRA GLOBAL NO BRASIL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito necessário para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Eduardo Pires
de Souza

Rio de Janeiro

2022

CIP - Catalogação na Publicação

NN337a Ndala Makangila, Joel
Ajustamento na conta corrente: Uma análise comparativa entre a crise da Covid-19 e a crise financeira global no Brasil / Joel Ndala Makangila. -- Rio de Janeiro, 2022.
47 f.

Orientador: Francisco Eduardo Pires de Souza.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2022.

1. Ajuste externo. 2. Transações correntes. 3. Sudden stop. 4. Poupança. 5. Investimento. I. Pires de Souza, Francisco Eduardo, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

JOEL NDALA MAKANGILA

AJUSTAMENTO DA CONTA CORRENTE: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE A CRISE
DA COVID-19 E A CRISE FINANCEIRA GLOBAL NO BRASIL

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao
Instituto de Economia da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do
título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 4/29/2022.

FRANCISCO EDUARDO PIRES DE SOUZA - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

MARIA ISABEL BUSATO

Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

ANTONIO LUIS LICHA

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

Dedico exclusivamente este trabalho à minha mãe, Yvette Mpukuta Mankutilla (*in memoriam*), que não pôde ver este momento em que tanto desejou e aguardou. Em nenhum dia, deixou de me apoiar e nunca perdeu a fé até o último instante da sua vida. Que suas lembranças continuem a me inspirar e me fazer persistir. Saudade eterna.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus por ter me dado a força, sabedoria e inteligência para concluir esse trabalho com êxito, apesar das adversidades enfrentadas ao longo da minha graduação.

Aos meus pais, Willy Ndala Makangila e Yvette Mpukuta Mankutula (in memoriam), agradeço pelos valiosos conselhos, as dicas preciosas e o incentivo durante esses cinco anos da graduação. Expresso minha gratidão por terem me proporcionado o melhor e terem lutado para que beneficie de uma formação de qualidade no Brasil.

Aos meus irmãos, Henoc Ndala, Ariel Ndala, Lionel Ndala e Winner Ndala, agradeço por sempre estarem presentes apesar da distância que nos separa. Encontrem aqui meu profundo agradecimento pelo papel que cada um de vocês cumpre na minha vida, com amor e atenção. À grande família KAPIA, agradeço por ter contribuído positivamente na construção da minha pessoa desde a minha infância; e em particular, à Rebecca Kapia por ter me acolhido no Brasil.

Aos inumeráveis irmãos e amigos que o Brasil me deu: Chantrel Koko, Joel Baya, Marthély Velela, Jocelyne Botshimbo, Delphine Musole, Sara Kalonji, Thainá Alvés, e outros, agradeço por terem ajudado a acalmar-me em momentos de grande tensão e tristeza. A todos os amigos que na UFRJ ganhei, ao meu grupo de trabalho: os Desumildes 2.0, aos de longa data, minha sincera gratidão pelo apoio e assistência ao longo desse percurso.

Aos diversos professores do Instituto de Economia que, de diversas maneiras, contribuíram para minha formação, transmitindo conhecimentos imensuráveis ao longo desses cinco anos. Agradeço, em especial, ao meu orientador Professor Francisco Eduardo Pires de Souza, pela paciência, orientação, o comprimento e o empenho neste trabalho.

Por fim, agradeço ao Programa PEC-G pela oportunidade de estudar no Brasil e ao núcleo de Língua Portuguesa para Estrangeiros da UFRJ pela aprendizagem da língua portuguesa.

“It is not speed that kills, it’s the sudden stop.”

Bankers' adage

RESUMO

O presente trabalho apresenta uma análise comparativa acerca do ajustamento na conta corrente ocorrido no Brasil na crise financeira global de 2008/2009 e durante a pandemia da Covid-19. Considerando as características e as especificidades de cada uma das crises, o estudo compara o processo de ajustamento pela diferença entre a poupança e o investimento bruto, agregados macroeconômicos determinantes do saldo das transações correntes, fundamentado pelo modelo keynesiana de macroeconomia aberta de absorção interna. Para tal, investiga-se a magnitude, a duração do ciclo de ajuste em cada um dos períodos, além dos fatores que levaram ao ajuste, mostrando de que maneira as políticas macroeconômicas atuaram de forma contrária ao modelo de ajuste externo diante de crises do balanço de pagamento. Em seguida, analisa-se o processo de ajuste externo associado à interrupção abrupta de fluxo de capitais estrangeiros, conhecido como “*sudden stop*”, à desvalorização cambial e o uso das reservas para estabilizar o movimento da taxa de câmbio à luz da literatura.

Palavras-chaves: Ajuste externo; transações correntes; *sudden stop*; poupança; investimento.

ABSTRACT

This study presents a comparative analysis of the current account adjustment that occurred in Brazil during the 2008/2009 global financial crisis and the Covid-19 pandemic crisis. Considering the characteristics and specificities of each of the crises, the study compares the adjustment process by the difference between savings and gross investment, macroeconomic aggregates that determine the current account balance, based on the absorption approach of the Keynesian model of open macroeconomics. To this end, the magnitude and duration of the adjustment cycle in each of the periods are investigated, in addition to the factors that led to the adjustment, showing how macroeconomic policies acted contrary to the external adjustment model during a balance of payment crisis. Then, we analyze the process of external adjustment associated with the abrupt interruption of the flow of foreign capital in Brazil, known as the “sudden stop”, the exchange rate devaluation and the use of reserves to stabilize the exchange rate movement in the light of the literature.

Keywords: External adjustment; current account; sudden stop; saving; investment.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Saldo trimestral das transações correntes % do PIB, acumulado em 12 meses	24
Gráfico 2: Evolução histórica do saldo trimestral das transações correntes % do PIB, acumulado em 12 meses	26
Gráfico 3: Evolução Trimestral do Produto Interno Bruto de 2007-2009 e de 2019-2021	27
Gráfico 4: Evolução da Poupança doméstica e Investimento bruto (% do PIB)	28
Gráfico 5: Evolução da poupança privada e pública % do PIB (2002-2020)	30
Gráfico 6: Evolução da Dívida pública brasileira (DBGG e DLGG) – Em % do PIB	32
Gráfico 7: Taxa de Juros básica - SELIC % a.a	33
Gráfico 8: Evolução do saldo de crédito por porte da empresa (R\$ bilhões)	33
Gráfico 9: Saldo trimestral líquido da conta financeira % do PIB, acumulado em 12 meses	35
Gráfico 10: Composição do saldo líquido da conta financeira 1995-2021 (US\$ bilhões)	36
Gráfico 11: Fluxos de capitais de não residentes % do PIB, acumulado em 12 meses (dez/07-dez/21)	37
Gráfico 12: Variação anual da taxa de câmbio nominal e real % (2000-2021)	38
Gráfico 13: Estoque diário das reservas internacionais durante a pandemia da Covid-19 (US\$ bilhões)	39

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Taxa trimestral de poupança doméstica e investimento bruto (% PIB) acumulado em 12 meses	29
--	----

ABREVIATURAS, CONVENÇÕES, SIGLAS E SÍMBOLOS

BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BCB	Banco Central do Brasil
BPM	Balanço de pagamentos
DA	Demanda Agregada
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DLGG	Dívida Líquida do Governo Geral
CODACE	Comitê de Datação de Ciclos Econômicos
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas
IBRE	Instituto Brasileiro de Economia
FMI	Fundo Monetário Internacional
HLM	Harberger-Laursen-Metzler
IEDI	Instituto de estudos para o Desenvolvimento Industrial
PIB	Produto Interno Bruto
RDB	Renda Disponível Bruta
RDG	Renda Disponível do Governo
RP	Renda Primária
RS	Renda Secundária
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SGS	Sistema Gerenciador de Séries temporais
TC	Transações Correntes
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WEO	World Economic Outlook

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1. OBJETIVO	12
1.2. JUSTIFICATIVA	12
1.3. ESTRUTURA	12
2. REVISÃO DA LITERATURA	13
3. AJUSTAMENTO NAS CONTAS EXTERNAS	18
3.1. ESQUEMA ANALÍTICO PARA ENTENDER O PROCESSO DE AJUSTAMENTO EXTERNO	18
3.2. ANÁLISE COMPARATIVA DO AJUSTE EXTERNO NA PANDEMIA DA COVID-19 DE 2020 E NA CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2008/09	23
3.2.1. A diferença entre a poupança doméstica e investimento bruto	23
3.2.2. O <i>sudden stop</i> , a taxa de câmbio e as reservas internacionais	34
4. CONCLUSÃO	40
REFERÊNCIAS	42
ANEXO - Quadro comparativo do ajuste externo na pandemia da Covid-19 e na crise financeira global	47

1. INTRODUÇÃO

Em meio ao cenário mundial sombrio ao longo do ano 2020, observou-se um processo de ajustamento nas contas externas brasileiras em decorrência do choque externo da pandemia da Covid-19, que colocou à prova a resiliência de uma economia apoiada nos seus fundamentos econômicos para seu melhor desempenho. Este processo de ajuste externo não havia ocorrido desde a última crise doméstica enfrentada pelo Brasil durante os anos 2015 e 2016.

Em 2020, houve melhoria do saldo das transações correntes, que saiu de um déficit de 3,47% do PIB em 2019, para um déficit de 1,69% do PIB. Tal redução ocorreu gradualmente, do 1º trimestre de 2020 até o 2º trimestre de 2021, associada a uma fuga de capitais estrangeiros já em março de 2020, quando as regras restritivas em relação à mobilidade e à paralisação de algumas atividades principais haviam sido anunciadas em resposta ao combate ao vírus da Covid-19.

A crise da pandemia da Covid-19 foi uma das crises de dimensão mundial ocorrida nas duas últimas décadas que abalou os mercados, tornou as condições financeiras desfavoráveis, teve impactos negativos na atividade econômica ao acarretar uma recessão econômica, causou uma desvalorização anual da taxa de câmbio nominal de 29%, aumentou de maneira surpreendente a poupança doméstica bruta da economia, e elevou a dívida bruta ao registrar um enorme déficit nas contas públicas. A outra crise é a grande crise financeira global que aconteceu no final do ano 2008 cuja história percorre as gerações devido às suas consequências ou repercussões nos agregados macroeconômicos como a queda da poupança doméstica e do investimento bruto. As duas crises tiveram uma característica comum, a de fuga de capitais estrangeiros.

Identificou-se um movimento de reversão no saldo das transações correntes brasileiras nos anos em que a crise financeira assolou o mundo. Desta vez, em termos anuais, a redução do déficit foi menor, com desdobramento ao longo dos trimestres.

Por terem sido originadas de choques externos, que se alastraram pelo mundo provocando uma recessão global, mas de natureza diferente (uma, financeira, a outra, sanitária), as duas crises não demonstram as mesmas especificidades, apesar de parecerem ter efeitos na mesma direção, reduzindo o déficit na conta corrente devido ao quadro recessivo e à taxa de câmbio tanto nominal quanto real depreciada, criando um ambiente de elevada incerteza e provocando uma interrupção de fluxos externos de capitais. A natureza de cada uma das crises permite uma

diferenciação entre elas de modo a examinar os canais de contágios no saldo das transações correntes do balanço de pagamentos.

1.1. OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é comparar o processo de ajustamento externo ocorrido nas duas crises de alcance mundial, a saber, a crise da pandemia da Covid-19 e a crise financeira global no final de 2008 com prolongamento no ano 2009, destacando a duração e a magnitude do ajustamento nos dois períodos. Além disso, o trabalho visa analisar as forças condutoras ao ajuste externo de acordo com os principais determinantes da conta corrente.

1.2. JUSTIFICATIVA

O presente tema da monografia torna-se importante em um contexto de grande evolução de mercado de financiamento internacional no qual os países, cada vez mais, tendem a ter facilmente acesso, usando-o como uma possível fonte de financiamento do déficit nas transações correntes. Um déficit nas contas externas associado ao nível de dolarização e fluxos externos elevados em um país são susceptíveis de gerar crises de balanço de pagamentos e provocar um ajustamento externo, fenômeno recorrente em países emergentes como o Brasil.

1.3. ESTRUTURA

Em relação à estrutura do trabalho, foi realizada, no capítulo 2, uma revisão de literatura sobre o ajuste na conta corrente, suas causas e consequências. O capítulo 3 está subdividido em duas partes. Na primeira parte é apresentada uma breve explicação do esquema analítico para entender o ajustamento externo em situações de crises do balanço de pagamento, através da abordagem da absorção interna. Na segunda parte, à luz da literatura, será realizada uma comparação do ajustamento externo ocorrido na crise da pandemia da Covid-19 e na crise financeira global de 2008/09. Por fim, o capítulo 4 dedica-se a uma conclusão sobre o tema com resultados encontrados entre os dois períodos.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Os episódios de crises globais registrados nas duas últimas décadas trouxeram mudanças tanto estruturais quanto conjunturais ao redor do mundo, com profunda repercussão nas contas externas. As literaturas documentam que os anos anteriores às crises são, em geral, caracterizados por um aumento da dispersão dos déficits nas contas correntes facilitado por um movimento crescente de integração e um ambiente econômico menos volátil (LANE, 2013).

Nos períodos antes da grande crise financeira global em 2008, vários países registraram saldos deficitários persistentes na conta corrente acompanhado de uma atividade econômica aquecida, um boom de crédito, o preço do petróleo elevado e um crescente fluxo de capitais. Ao analisar o processo de ajustamento externo que ocorreu depois da crise financeira nos países avançados e emergentes, LANE e MILESI-FERRETTI (2011) afirmam que os períodos pré-crise de 2008 foram caracterizados por um grande desequilíbrio global persistente das contas correntes. Eles explicam a existência do desequilíbrio externo global por um ambiente financeiro mais favorável, com uma baixa aversão ao risco associada a um superotimismo em relação ao crescimento futuro e pelo aumento do passivo externo líquido dos países deficitários.

Durante a crise de 2008, o quadro macroeconômico se reverteu abruptamente. Alguns países passaram por uma correção nas suas contas externas traduzida pela redução do déficit externo ou pela reversão total do saldo deficitário para um saldo superavitário, dentro de um cenário de estresse financeiro, encarecimento de crédito, de queda dos preços dos ativos cotados na bolsa e deterioração das condições externas (LANE e MILESI-FERRETTI, 2011).

Depois das crises cambiais da década de 1990 que impactaram principalmente os países emergentes, com destaque para a crise brasileira em 1999, cresceu o número de trabalhos relacionados aos fluxos de capitais internacionais nos quais vários economistas associam a interrupção dos fluxos de capitais a um processo iminente de reversão do saldo da conta corrente, considerando a alta mobilidade de capital (DORNBUSCH, GOLDFAJN e VALDÉS, 1995).

EDWARDS (2004) investiga a relação entre a reversão do saldo da conta corrente e o “*sudden stop*” - a interrupção abrupta dos fluxos de capitais estrangeiros com consequências econômicas disruptivas (CALVO et AL., 2004) —. Em base de uma análise empírica com dados em painel de 157 países, EDWARDS conclui que existe uma relação entre a interrupção abrupta dos fluxos de capitais estrangeiros e a reversão da conta corrente, porém esta relação é

imperfeita. A imperfeição existente na relação entre os dois temas mencionados é explicada pelo fato de que em alguns países analisados, a interrupção dos fluxos era compensada pelo uso das reservas internacionais de modo a evitar um ajuste abrupto da conta corrente que pode levar a grandes perdas em termo de crescimento.

Há uma ampla literatura sobre os efeitos de um processo abrupto de ajustamento externo sobre o crescimento econômico. Essa questão tem levado uma discussão controversa e tem sugerido conclusões diferentes das análises empíricas. Em MILESI-FERRETTI e RAZIN (2000), o processo de ajustamento nos países com enorme déficit na conta corrente, causa mudanças nas performances macroeconômicas entre os períodos pré e pós-crise, mas que não são ‘sistematicamente’ associadas a uma desaceleração do crescimento econômico. Ou seja, nem todo ajustamento pode ser disruptivo. A resposta do produto interno bruto decorrente de um ajustamento externo é heterogênea (EICHENGREEN e ADALET, 2005).

Na visão do EDWARDS (2002), o custo do ajustamento externo, em termos da performance macroeconômica, é o seu impacto negativo sobre o investimento e, conseqüentemente, no crescimento real do PIB em um contexto em que não há disponibilidade de financiamentos externos. A magnitude do efeito negativo da reversão da conta corrente sobre o crescimento econômico depende de três fatores principais, com diferentes canais de transmissão: (1) o grau de abertura tanto comercial quanto financeira, (2) o grau de dolarização de uma economia e (3) o tipo de regime cambial adotado.

Em relação ao último fator, diversos estudos afirmam que o regime cambial tem um papel importante no processo de ajustamento externo. Milton Friedman, o primeiro defensor de um regime cambial flexível, argumentou que um câmbio flexível permite a um país absorver os choques externos e reduzir o desequilíbrio externo num contexto de rigidez nominal dos preços. O regime de câmbio flexível possui um mecanismo de ajustamento que limita a magnitude do impacto de choques exógenos, permitindo uma rápida reversão do saldo das transações correntes (FRIEDMAN, 1953). A racionalidade por trás dessa tese é que o câmbio flexível permitiria um ajuste sem necessidade de uma atuação da autoridade monetária, através de uma depreciação cambial que aumentará os preços de bens exportados em moeda nacional e as exportações como todo.

Alguns estudos empíricos foram realizados com resultados que corroboram a tese do Friedman. Por exemplo, GOSH et AL (2014) avaliaram em base dos dados de 50 países emergentes no intervalo de 1980 e 2011 que as vulnerabilidades macroeconômicas e

financeiras são significantes no regime de câmbio fixo e existe uma relação robusta entre a velocidade do ajustamento externo e a depreciação cambial.

Os autores FREUND (2005), FREUND e WARNOCK (2006), DEBELLE e GALATI (2005) mostraram que o ajustamento na conta corrente é muitas vezes associado à depreciação da taxa de câmbio real de 10% a 20% em relação aos seus níveis pré-ajuste. Usando um modelo econométrico probit, com uma amostra de 22 países industrializados separados por regimes cambiais entre 1970 e 2007, PANCARO (2013) concluiu que a depreciação do câmbio real é um gatilho significativo somente em uma economia que adotou um regime de câmbio flexível.

PAIVA (2006) traz um caso clássico, a respeito desse ponto. O autor analisa a melhoria do saldo das transações correntes do Brasil depois da adoção do regime de câmbio flutuante em 1999 associado à meta de inflação, usando a perspectiva do *gap* entre a poupança e investimento bruto, e examinando a balança comercial. Essa melhora de um superávit de 1,75% ante um déficit de 4,25% do PIB entre 1998 e 2005 foi sustentada pelas flutuações do câmbio observadas, ao se desvalorizar além do nível requerido pelos fundamentos, no qual beneficiou a balança comercial através do crescimento das exportações acima das importações. Na perspectiva poupança-investimento, o resultado refletiu o aumento da taxa da poupança nacional de 17% em 1998 para uma taxa próxima de 21,5% em 2005, pela contribuição positiva da poupança privada.

No entanto, CHINN e WEI (2013) investigaram se a tese do Friedman mencionada no seu famoso artigo “*The Case for Flexible Exchange Rate*” em 1953 era sustentada por uma evidência empírica. Em meio a uma avaliação sistemática a respeito da relação entre o tipo do regime cambial e a velocidade do ajustamento na conta corrente com uma amostra de 170 países no período entre 1971 e 2005, os resultados não comprovaram uma relação robusta ou monotônica. Segundo os autores, Friedman escreveu seu livro em uma época em que havia uma baixa ou limitada integração financeira diferente do contexto atual, caracterizada por uma alta mobilidade capital estrangeiro.

Outros estudos empíricos averiguaram os determinantes internos e externos ¹ que podem desencadear ou explicar um ajustamento na conta corrente num dado período. Os termos de troca se destacam entre esses determinantes na literatura quando se trata do ajustamento da conta corrente nos países sul-americanos cuja pauta exportadora é composta em maior parte

¹ Ver Milesi-Ferretti, G.-M. and Razin, A. “Sharp reductions in current account deficits. An empirical analysis”, *European Economic Review*, Vol. 42, 1998

pelos produtos agrícolas ou as commodities. HARBERGER (1950), LAURSEN e METZLER (1950) argumentaram que um choque positivo (negativo), independentemente de ser permanente ou transitório, reduz (aumenta) a balança comercial e a conta corrente. Por trás desse argumento, se encontra a abordagem relativa à absorção interna, baseada na teoria keynesiana. Segundo os autores, o choque positivo aumenta a renda nacional e o consumo, mas devido a uma propensão a consumir menor do que 1, o incremento nos gastos é menor. Essa abordagem, satisfaz a seguinte identidade macroeconômica contábil:

$$TC = RDB - A = S - I$$

onde,

TC: Conta corrente;

RDB: Renda nacional disponível bruta;

A: Absorção interna ou total de gastos internos;

S: Poupança bruta;

I: Investimento.

Nesse contexto, BARONE, DESCALZI e ALBERTO (2009) descreve o efeito Harberger-Laursen-Metzler (HLM) para avaliar a resposta da conta corrente decorrente de um choque tanto positivo quanto negativo nos termos de troca dos 18 países da América Latina entre 1976 e 2007 e concluíram que a conta corrente reage positivamente ou negativamente aos choques permanentes e transitórios nos termos de troca através da balança comercial de modo que os agentes econômicos adaptam suas poupanças.

Na determinação dos episódios do processo de ajustamento externo, alguns autores especificaram critérios² como o déficit mínimo ocorrido antes do ajustamento, a magnitude mínima da melhora da conta corrente e o tempo máximo do ajuste. Outros autores usam alguns testes estatísticos para detectar uma quebra estrutural ou considera o momento em que houve uma melhoria rápida partindo de um déficit considerável (ALGIERI e BRACKE, 2007).

Vários episódios do processo de ajustamento externo, principalmente na década de 90, foram associados à combinação de políticas macroeconômicas contracionistas para restabelecer o equilíbrio externo. CARRANZA (2002) descreve as políticas suscetíveis de reduzir o risco de

² Milesi-Ferretti and Razin (2000) and Freund (2005).

desequilíbrio externo destacando o caso da Argentina, México e outros. Em ABBAS et al (2011), estuda-se a relação entre a consolidação fiscal e o ajuste na conta corrente. As conclusões do autor sugerem que o impacto da consolidação fiscal de 1% do PIB gera uma melhora de 0,3% a 0,4% da conta corrente em proporção do PIB. Esse impacto passaria por três possíveis canais: o impacto direto pela demanda agregada, através dos gastos do governo, ou pela taxa de câmbio ou ainda sobre a taxa de juros e o prêmio de risco. Convém assinalar que, em torno desse assunto, existem divergências de visões entre a abordagem intertemporal e intratemporal.

As literaturas acerca do processo de ajustamento externo e a crise da Covid-19 ainda são escassas, por ser uma crise recente. O que torna difícil trazer evidências empíricas e afirmações dos pesquisadores sobre o tema. Entretanto, uma análise inicial feita para o caso brasileiro pelo Instituto de Estudo para o Desenvolvimento Industrial (IEDI)³, revela que a crise da Covid-19 possui uma característica singular por ter impactado principalmente o setor de serviço, além de interromper a trajetória ascendente do déficit das transações correntes iniciada em 2018.

Houve um recuo de 43,2% em 2020 ante 2019 no balanço de serviços. A balança de serviços do balanço de pagamento brasileiro foi um dos componentes que foi bastante afetado com uma redução total do déficit através da subconta viagens internacionais, visto como um dos canais de contágio da pandemia da Covid-19. Outros canais de contágio destacados foram as exportações, as importações e os fluxos financeiros.

A crise da Covid-19, sendo de natureza sanitária, prejudicou as atividades que necessitavam uma maior interação e mobilidade tornando, portanto, o turismo e o comércio de serviços internacionais elementos de transmissões do choque exógeno decorrente da crise com as medidas restritivas e de distanciamento social.

³ Disponível em: https://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_1072.html (Carta IEDI, nº 1072)

3. AJUSTAMENTO NAS CONTAS EXTERNAS

Este capítulo traz, em primeiro lugar, um esquema teórico para entender o processo de ajuste externo decorrente de uma crise do balanço de pagamento, destacando como as políticas econômicas operam de modo a reduzir o déficit em transações correntes ou tentar restabelecer o equilíbrio externo, usando a abordagem da absorção interna. Em segundo lugar, será realizada uma análise comparativa em relação ao ajustamento na conta corrente na crise da pandemia da Covid-19 no ano 2020 e na crise financeira global de 2008/09, trazendo as especificidades de cada uma delas.

3.1. ESQUEMA ANALÍTICO PARA ENTENDER O PROCESSO DE AJUSTAMENTO EXTERNO

Os episódios de crises de balanço de pagamentos são, em geral, marcados por uma interrupção abrupta de fluxo de capitais estrangeiros associada a uma depreciação cambial tanto nominal quanto real, e aumento do prêmio de risco. A busca do equilíbrio externo aparenta configurar, na maioria dos casos, um ambiente de desaceleração econômica. Além disso, ela envolve mudanças na poupança doméstica e o investimento bruto de modo a levar um processo de ajustamento do desequilíbrio externo. Através dessa afirmação, existe uma fundamentação teórica do ajustamento do balanço de pagamentos.

Os modelos teóricos de macroeconomia aberta de ajustamento de balanço de pagamentos partem de diferentes abordagens, keynesiana ou clássica para explicar o déficit em transações correntes e os impactos das políticas econômicas cíclicas ou contracíclicas no balanço de pagamentos. Uma delas é a abordagem da absorção interna. Considerada como uma abordagem keynesiana, a absorção interna parte da identidade contábil usando as contas nacionais fundamentadas pela teoria keynesiana. Nesta perspectiva, a conta corrente é a diferença entre a poupança agregada e o investimento agregado.

Em uma economia aberta e com governo, a demanda agregada (DA) é determinada por:

$$DA = C + I + G + X - M \quad (1)$$

Onde,

C: Consumo das famílias,

I: Investimento,

G: Gastos do governo,

X - M: as exportações líquidas

Em equilíbrio, a quantidade produzida numa economia é igual à quantidade demandada:

$$Y = DA = C + I + G + X - M \quad (2)$$

A absorção interna ou a demanda doméstica é representada por:

$$A = C + I + G \quad (3)$$

Substituindo (3) em (2), temos:

$$Y = A + X - M \quad (4)$$

Somando as rendas primárias (RP) e secundárias (RS) recebidas do exterior nos dois lados da equação (4), temos o conceito de Renda nacional disponível bruta (RDB):

$$Y + RP + RS = A + X - M + RP + RS \quad (5)$$

Sabemos que as transações correntes (TC):

$$TC = X - M + RP + RS \quad (6)$$

Reescrevendo a equação (5) usando a RDB, e substituindo a equação (6) em (5), obtemos:

$$RDB = A + TC \quad (7)$$

Pela abordagem da absorção interna, o déficit em TC é definido como o excesso da demanda ou gastos domésticos sobre renda nacional disponível bruta. Isto é, um país gasta mais do que tem de renda:

$$TC = RDB - A \quad (8)$$

Considerando a presença de um governo nessa economia na equação (2), a renda disponível do setor privado (RDsp) será igual a renda nacional disponível bruta acrescida das transferências líquidas recebidos pelo setor privado (TR) menos os impostos (T). Desta forma, temos:

$$RDsp = RDB + TR - T \quad (9)$$

A renda disponível do setor privado pode ser alocada seja em consumo (Cp) ou em poupança (Sp), de modo que teremos:

$$RD_{sp} = C_p + S_p \quad (10)$$

Por sua vez, a renda disponível do governo (RDG) é definida pela diferença entre as receitas ou impostos e os gastos do governo, incluindo as transferências:

$$RDG = T - G \quad (11)$$

A renda disponível do governo pode ser alocada seja em consumo (C_g) ou em poupança (S_g), de modo que teremos:

$$RDG = C_g + S_g \quad (12)$$

Substituindo as equações (12) e (10) em (8), temos:

$$TC = C_p + S_p + C_g + S_g - A \quad (13)$$

Reorganizando a equação (13) obtemos:

$$TC = S_p + S_g - I \quad (14)$$

O investimento agregado (I) pode ser dividido em investimento do setor privado (I_p) e investimento do governo (I_g):

$$I = I_p + I_g \quad (15)$$

Substituindo (13) em (14), temos

$$TC = (S_p - I_p) + (S_g - I_g) \quad (16)$$

A equação (16) sugere que existe uma relação entre as transações correntes (TC), o excesso da poupança privada sobre investimento privado ($S_p - I_p$) e o superávit do governo ($T - G$) ou a poupança do governo líquida do investimento. Decompondo as variáveis macroeconômicas em setor privado e público, a conta corrente é não somente explicada pelo excesso da poupança privada sobre o investimento privado, mas também pelo déficit do governo ($G - T$) ou excesso do investimento do governo sobre a poupança do governo, trazendo o conceito de déficit gêmeos.

Em agregado, a conta corrente é dada por:

$$TC = S - I \quad (17)$$

A seguinte formulação (17) através das identidades macroeconômicas, traz duas possíveis interpretações:

- (a) Quando a poupança doméstica $(S_p + S_g) >$ o investimento agregado $(I_p + I_g)$, a economia está disponibilizando sua poupança para o resto do mundo, sendo um prestador. Nesse caso, há superávit na conta corrente e conseqüentemente uma poupança externa negativa (S_e).
- (b) Quando a poupança doméstica $(S_p + S_g) <$ o investimento agregado $(I_p + I_g)$, a economia está recebendo a poupança do resto do mundo, sendo tomador de empréstimos. Há déficit na conta corrente e conseqüentemente uma poupança externa positiva (S_e).

Pela equação (17), vemos que a poupança doméstica e o investimento são fatores determinantes do saldo da conta corrente (deficitário ou superavitário) de modo que o equilíbrio externo é um fenômeno macroeconômico, podendo ser determinado por fatores de médio ou longo prazo que influenciam diretamente ou indiretamente os dois agregados.

Nesse sentido, o déficit na conta corrente pode ser financiado pela poupança doméstica ou os recursos internos. Caso seja insuficiente, o financiamento da demanda por investimento é realizado pelos recursos externos ou capitais estrangeiros. Estes últimos, em geral, são voláteis e constituem uma fonte de incerteza já que um déficit crescente na conta corrente, associado a uma proporção elevada de fluxos de capitais de curto prazo do que os de longo prazo, cria cada vez mais, uma vulnerabilidade externa e pode acarretar uma crise. As crises de balanço de pagamentos acontecem quando a entrada de capitais estrangeiros requerida para financiar o déficit nas contas externas param de maneira abrupta e induzem um movimento de ajuste no saldo das contas externas. Esse fenômeno é conhecido por “*sudden stop*” (DORNBUSH, ILAN GOLDFAJN e VALDÉS, 1995).

Segundo EDWARDS (2004), o *sudden stop* refere-se a um episódio de redução abrupta de fluxos de capitais internacionais em um país que recebia grande volume de capitais estrangeiros. À interrupção abrupta dos fluxos de capitais associa-se a depreciação cambial - em um contexto de alta mobilidade de capitais e liberalização de capital internacional -, o aumento do valor de passivos do país denominado em moeda estrangeira e a elevação dos prêmios de risco.

O processo do ajustamento externo supõe uma queda do investimento ou um aumento da poupança doméstica bruta de modo a melhorar o saldo das transações correntes. Além disso, a reversão dos fluxos de capitais ou a saída abrupta dos fluxos internacionais devido ao *sudden stop* levando a uma mudança na conta financeira tende a gerar um superávit na conta corrente.

Em situação de desequilíbrio externo, as políticas econômicas podem ser usadas para restaurar o equilíbrio a custo de um crescimento baixo ou mesmo de uma recessão econômica. Os modelos de ajuste do desequilíbrio externo sugerem uma política fiscal ou monetária contracionista, desestimulando a absorção interna; e uma política cambial que favorece a depreciação da taxa de câmbio para reduzir o déficit nas transações correntes, assumindo a alta mobilidade de capitais.

Uma política fiscal consolidada envolve a redução das despesas do governo, o aumento dos impostos para desencorajar o consumo, o investimento e as importações. A consolidação fiscal aumenta a poupança do governo e, eventualmente, a do setor privado de modo que, em agregado, supere o investimento bruto e conduza a um processo gradual de ajuste. Além disso, se os gastos do governo são mais direcionados aos bens não-comercializáveis, a política fiscal contracionista pode afetar os preços relativos dos bens comercializáveis e não-comercializáveis, induzindo uma depreciação cambial que, por sua vez, pode melhorar a conta corrente, de acordo com o modelo de Swan-Salter.

Uma política monetária restritiva diz respeito ao aumento da taxa de juros, à redução da oferta de crédito para desestimular os gastos internos e as importações que, no curto prazo, tendem a melhorar a conta corrente. Por sua vez, os efeitos da política cambial no balanço de pagamentos tendem a ser mais expressivos na balança comercial. Uma taxa de câmbio depreciada afeta os preços relativos das exportações e importações, aumentando as exportações em detrimento às importações, favorecendo o superávit na conta corrente.

Portanto, enxerga-se que o processo de ajustamento externo clássico durante as crises é promovido pelas políticas econômicas, fiscal ou monetária contracionista que não foi o caso na crise da pandemia de 2020 e na crise Financeira Global de 2008 como será visto na segunda parte.

3.2. ANÁLISE COMPARATIVA DO AJUSTE EXTERNO NA PANDEMIA DA COVID-19 DE 2020 E NA CRISE FINANCEIRA GLOBAL DE 2008/09

3.2.1. A diferença entre a poupança doméstica e investimento bruto

O mundo enfrenta uma das grandes crises de natureza sanitária sem precedentes, causada pela pandemia da Covid-19. Descoberto pela primeira vez na província de Wuhan na China em 2019, o vírus SARS-Cov-2 denominado de coronavírus, ao espalhar-se pelo mundo, acarretou uma recessão econômica mundial que não havia acontecido desde a crise financeira global dos anos 2008/2009.

A pandemia da Covid-19 surgiu em um contexto global de crescente e persistente desequilíbrio externo e trouxe implicações na conta corrente com a queda do comércio global de bens e serviços, dos preços das commodities, o aperto das condições financeiras, a reversão de fluxos de capitais estrangeiros e as grandes variações de moedas. De acordo com as estatísticas do Fundo Monetário Internacional (FMI), o desempenho econômico à nível mundial, medido pelo PIB mundial, decorrente do choque da Covid-19, revelou uma queda de 3,9% em 2020 com evidentes impactos setoriais, depois de ter registrado um crescimento de 2,9% em 2019 (FMI, 2020).

O comércio e o turismo internacional foram principais candidatos a enfrentar dificuldades sérias devido à especificidade da pandemia da Covid-19: implementação de medidas de contenção do vírus para evitar perdas de vidas humanas através do isolamento social, as restrições às viagens internacionais e *lockdown* parcial ou total com efeitos negativos na cadeia produtiva ao redor do mundo.

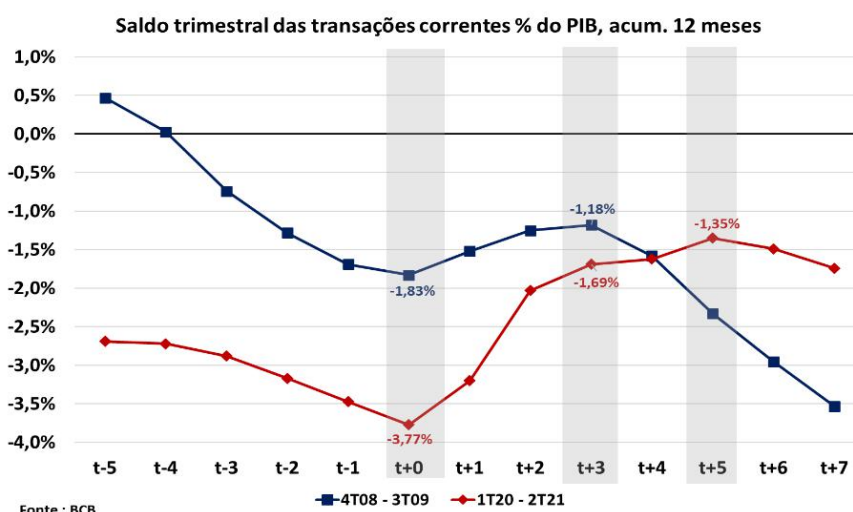
No Brasil, em meio ao contexto de crescente incerteza acerca da crise, observou-se um movimento de ajuste gradual no saldo das transações correntes brasileiras ao longo de 2020. Houve melhora substancial na conta corrente, saindo de um déficit de 3,47 % do PIB em 2019 para um déficit de 1,69% do PIB em 2020, uma redução de 1,78 pontos percentuais. Na crise financeira global, ocorrido no final do ano 2008, o déficit em transações correntes havia recuado 0,25 pontos percentuais, de um déficit inicial de 1,83% do PIB para um déficit de

1,58% do PIB. A magnitude do ajuste externo em percentual do PIB na crise sanitária revela-se mais intensa em comparação à reversão ocorrida na crise financeira global.

Conforme revisitado na literatura, a identificação dos dois episódios do ajuste externo em análise está de acordo com a metodologia consensual abordada em MILESI-FERRETTI e RAZIN (2000), FREUND (2005) e EDWARD (2006 b), ao se referir aos critérios de seleção de episódios de ajustes externos baseados: (1) déficit inicial: 2% ou 3%, (2) o tamanho do ajustamento: 2%, 3 %, ou 5%, (3) o tempo do ajustamento: 3 anos e (4) a sustentabilidade do ajustamento externo: 5 anos. Como a análise se baseia em um único país, os critérios podem ser seguidos com bastante flexibilidade.

Analisando o comportamento trimestral do saldo das transações correntes, observa-se que, além de ser mais intensa, a reversão das transações correntes na crise da pandemia da Covid-19 mostrou-se ser de longa duração e mais profunda ou aguda em comparação com a reversão ocorrida durante a crise financeira global em 2008/09. O Gráfico 1 ilustra de maneira evidente as diferenças do ajuste externo nas duas crises. No período $t + 0$, considerado como o ponto inicial, o déficit máximo acumulado em 12 meses e em proporção do PIB representava 3,77% na pandemia da Covid-19 e 1,83% na crise de 2008/09. Esse ponto ($t + 0$) corresponde ao 1º trimestre de 2020 e 4º trimestre de 2008, respectivamente.

Gráfico 1: Saldo trimestral das transações correntes % do PIB, acumulado em 12 meses



Com o avanço da pandemia e ampliação de medidas restritivas, houve aceleração do processo de ajuste nas contas externas no 3º trimestre de 2020 atingindo 2,03% do PIB, acumulado em 12 meses. Em seguida, devido ao gradual processo de flexibilização das

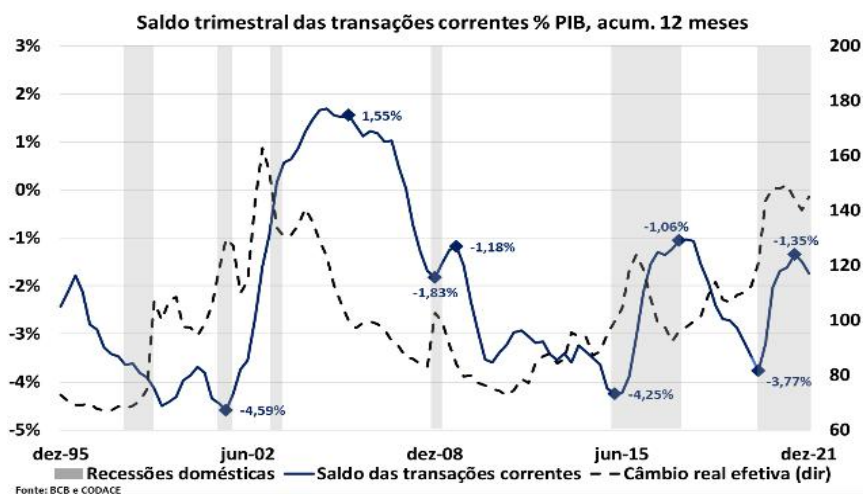
medidas restritivas, ao avanço da vacinação nos países desenvolvidos e às políticas de estímulo à absorção interna, o processo de ajuste externo foi perdendo força na passagem do 4º trimestre de 2020 ao 1º trimestre de 2021. O 2º trimestre de 2021, marca o fim do ciclo de ajuste no saldo das transações correntes, ao representar um déficit de 1,35% do PIB, acumulado em 12 meses. Na pandemia, o ciclo do ajuste ocorreu durante cinco trimestres, contando a partir de $t + 1$, sem que este processo seja interrompido. Foram 1 ano e 1 trimestre de redução de 2,42 pontos percentuais do déficit.

Por outro lado, o ciclo de ajuste no saldo das transações correntes na ocorrência da crise financeira global, além de ser menos intenso, foi bem mais curto, suave e menos rápido ao comparar com o ajuste ocorrido na pandemia. A reversão do saldo se prolongou até no 3º trimestre de 2009, representando um déficit de 1,18% do PIB acumulado em 12 meses, seja uma redução de 0,65 pontos percentuais em relação ao déficit máximo registrado no 4º trimestre. Note-se, em seguida, uma piora significativa do saldo nos trimestres subsequentes logo depois do ponto $t + 3$, sinalizando a melhora do cenário internacional, a volta do comércio global e a saída de vários países da crise da *subprime*.

É importante sinalizar que, ao discutir sobre o processo de ajustamento externo, o Brasil já passou por ciclos longos de reversão no saldo das transações correntes nos períodos entre 1995 e 2020, a saber, do 3º trimestre de 2001 ao 4º trimestre de 2005 e do 1º trimestre 2015 ao 3º trimestre de 2017, conforme mostra o Gráfico 2. Podemos notar no Gráfico 2 que alguns ciclos de ajustamento externo estão associados à recessão econômica e à depreciação do câmbio real⁴.

⁴ Para a taxa de câmbio, foi utilizado a média do trimestre da taxa de câmbio real efetiva da série 11752 do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central.

Gráfico 2: Evolução histórica do saldo trimestral das transações correntes % do PIB, acumulado em 12 meses



Na crise oriunda da pandemia da Covid-19 em 2020, além da recessão econômica provocada pelo choque exógeno que afetou a oferta e demanda por bens e serviços, e provocou a depreciação cambial, o processo de ajuste externo foi marcado por um contexto caracterizado por alguns aspectos inéditos ou específicos como o isolamento social, as restrições às viagens internacionais e ao turismo, que impactaram as contas de serviços do balanço de pagamentos, ocasionou mudanças das cadeias globais de valor e da composição do consumo das famílias - menos serviços e mais bens- com a compra de bens duráveis como eletrodomésticos usados para acomodar o teletrabalho e o aprendizado virtual.

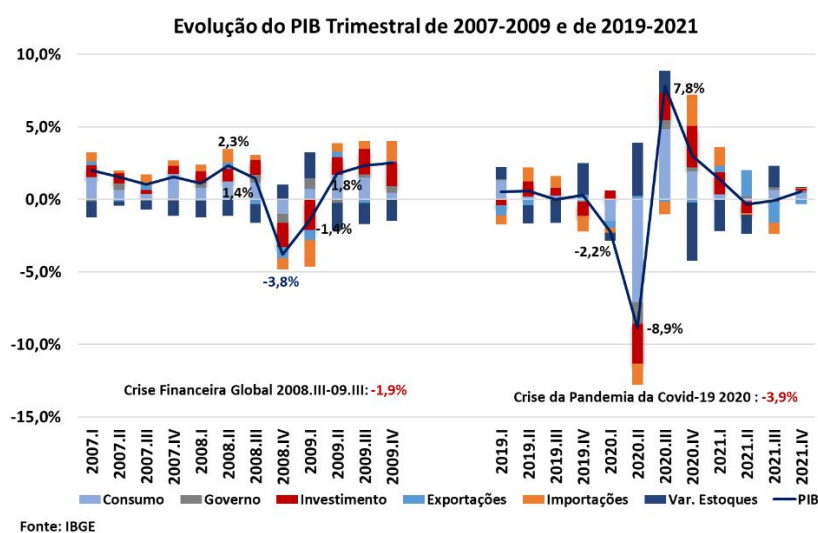
Os meses de fevereiro e março de 2020, são períodos fatídicos em que os indicadores econômicos começam a capturar os efeitos da pandemia da Covid-19 com imposição de medidas de restrição à mobilidade e interrupção das atividades produtivas. Este corrobora a datação do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE)⁵ que determinou a entrada do país à recessão econômica a partir do primeiro trimestre do ano de 2020.

Nesse período, a divulgação do Produto Interno Bruto pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) revelou uma contração real de 2,2% no 1º trimestre, cujo tombo acontece no 2º trimestre com uma queda vertiginosa de 8,9% na atividade econômica. Em acumulado no ano de 2020, a contração real do PIB foi de 3,9% após dois anos (2018 e 2019) de baixo crescimento econômico. Enquanto na crise de *subprime*, a variação acumulada do 3º trimestre de 2008 ao 3º trimestre de 2009 do PIB era de -1,9% (Gráfico 3).

⁵ O Comitê de Datação de Ciclos Econômicos, criado em 2004 pela Fundação Getúlio Vargas, tem como finalidade determinar uma cronologia de referência para os ciclos econômicos no Brasil.

O desempenho da atividade econômica interna durante a pandemia refletiu as medidas tomadas em diferentes estados em algumas vezes de forma coordenada, interrompendo as atividades presenciais, os serviços altamente ligados à mobilidade, o fechamento de comércio e a interrupção da produção. Os efeitos da pandemia na atividade econômica mostraram-se devastadores ao implicarem um desarranjo na cadeia produtiva, com ênfase no setor automobilístico, no qual se associou uma aceleração da inflação em um contexto de um mercado de trabalho fragilizado e crescente taxa de desemprego.

Gráfico 3: Evolução Trimestral do Produto Interno Bruto de 2007-2009 e de 2019-2021

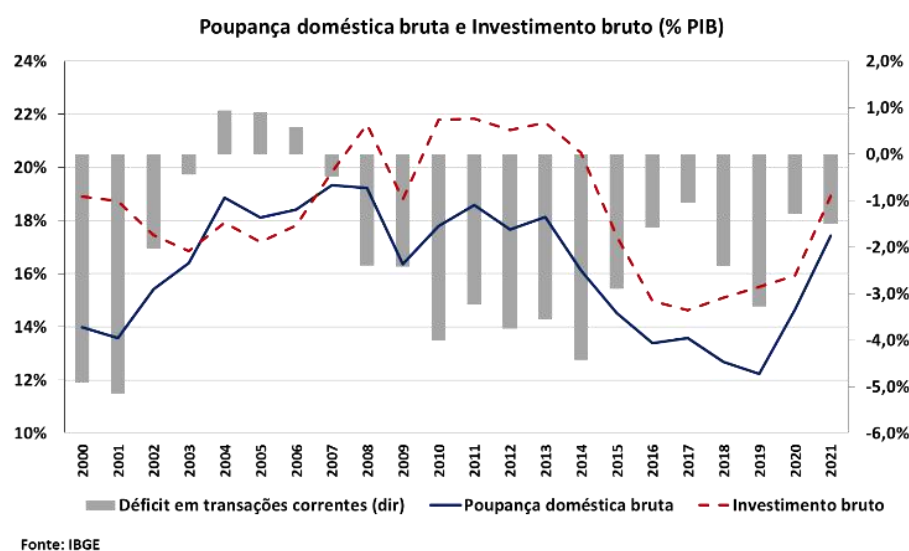


No âmbito do setor externo brasileiro, os aspectos inéditos da crise da pandemia da Covid-19, tiveram desdobramentos sem precedentes no saldo das transações correntes e nos seus determinantes. Analisando o comportamento do saldo das transações correntes pela perspectiva da diferença entre a poupança e o investimento agregado, o processo de ajuste externo foi ocasionado pelo aumento mais que proporcional da poupança doméstica em relação ao investimento bruto. Este movimento (de aumento) foi contrário à dinâmica observada na crise de 2008. Na passagem do ano 2008 para 2009, tanto a poupança doméstica quanto o investimento bruto haviam caído, respectivamente em 2,9 e 2,8 pontos percentuais.

A acumulação da poupança doméstica durante a pandemia, foi o principal vetor da reversão do déficit em transações correntes. Como se vê no Gráfico 4 a seguir, em 2020, a poupança

doméstica brasileiro aumentou de 12,2% em 2019 para 14,7% do PIB, ou seja 2,4 pontos percentuais, antes de acelerar em 2021, atingindo 17,45% do PIB. O investimento bruto, por sua vez, registrou um aumento bem mais modesto na passagem de 2019 para 2020, subindo de 15,5% para 15,9% do PIB. Em 2021, nota-se um forte crescimento da taxa de investimento, ficando acima do seu nível de 2015 (17,4%) devido ao aumento dos preços relativos dos gastos investimentos -expresso pelo deflator da formação bruta de capital-, das operações de importações de plataforma de petróleo e dos investimentos em máquinas e equipamentos.

Gráfico 4: Evolução da Poupança doméstica e Investimento bruto (% do PIB)



A Tabela 1 abaixo sugere uma boa comparação entre o ajuste externo ocorrido nos períodos analisados, olhando o comportamento trimestral dos dois agregados macroeconômicos. Percebe-se que na crise de 2008/09, em acumulado em 12 meses, o ajustamento ocorreu com o investimento bruto caindo mais rápido do que a poupança doméstica devido à postergação dos gastos em investimentos por partes dos agentes econômicos frente a um cenário de grande aversão ao risco, condições financeiras apertadas e confiança dos investidores abalada. Este comportamento tende a refletir a natureza da crise de 2008/09, mesmo quando se olha os dois agregados por setores institucionais.

Tabela 1: Taxa trimestral de poupança doméstica e investimento bruto (% PIB) acumulado em 12 meses

Ano	Poupança bruta		Investimento bruto	
	% PIB	p.p	% PIB	p.p
2008.III	19,40%		21,56%	
2008.IV	19,23%	-0,17	21,62%	0,06
2009.I	18,49%	-0,74	20,74%	-0,88
2009.II	17,50%	-0,98	19,57%	-1,17
2009.III	16,52%	-0,98	18,64%	-0,93
2009.IV	16,37%	-0,15	18,80%	0,16
2019.IV	12,24%		15,52%	
2020.I	12,56%	0,32	16,12%	0,61
2020.II	13,14%	0,58	15,81%	-0,31
2020.III	13,91%	0,77	15,37%	-0,44
2020.IV	14,65%	0,74	15,93%	0,56
2021.I	16,22%	1,57	17,55%	1,62
2021.II	17,19%	0,97	18,25%	0,70
2021.III	17,79%	0,60	18,98%	0,73
2021.IV	17,43%	-0,36	18,92%	-0,06

Fonte: IBGE

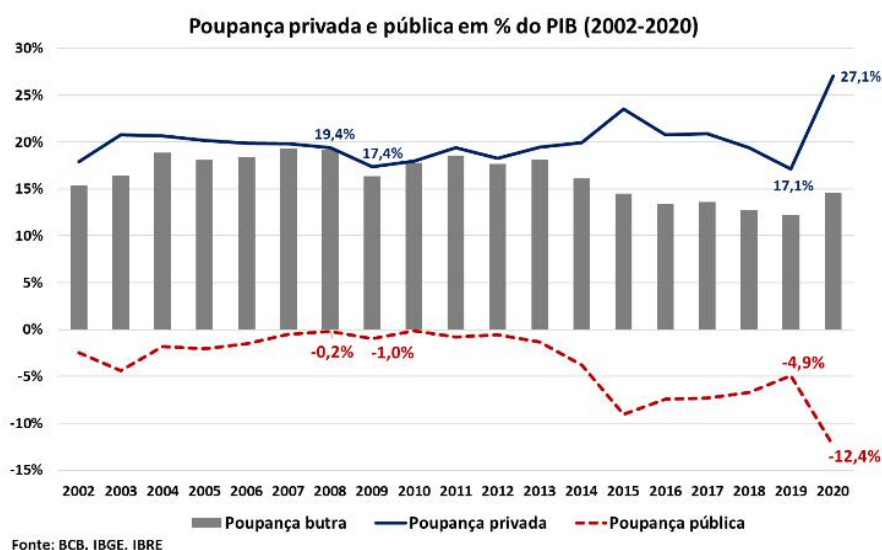
*Dados acum. Em 12 meses

Entretanto, na crise da pandemia, os resultados evidenciam um outro comportamento, mesmo comparando entre os setores institucionais. A alta da taxa de poupança doméstica bruta é justificada pelo aumento da poupança do setor privado que compensou a diminuição da poupança do setor público devido à implementação de políticas fiscais de enfrentamento da crise. Frente a um cenário de incerteza elevada, a reação dos agentes econômicos, com destaque às famílias de renda alta, foi diferente da reação observada em 2008. Associada às mudanças comportamentais do consumo, a crise da Covid-19 fez com que as famílias aumentassem mais suas poupanças, reduzindo o consumo para se precaver de eventuais eventos susceptíveis de gerar uma perda de trabalhos, rendas, salários ou lucros.

Além disso, a política de transferência de renda - principalmente refletida pelo auxílio emergencial - adotada pelo governo para as famílias de renda baixa, a incerteza sobre o futuro da economia e a evolução do quadro sanitário, em meio às oportunidades de consumo restritas, ajudaram, em parte, a aumentar a poupança privada. Convém salientar que o aumento da poupança bruta foi um fenômeno observado ao redor do mundo e não somente no Brasil com implicação de uma mudança na renda disponível bruta dos setores institucionais (SOUZA, F.E.P., 2021).

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2021), o Brasil foi um dos países que mais teve um crescimento, sem precedente, da poupança privada em 2020 entre os países emergentes. Baseado nos dados disponibilizados pelo Banco Central, o Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) da fundação Getúlio Vargas e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), foram calculadas as poupanças dos setores institucionais de acordo com a metodologia desenvolvida em SOUZA, F.E.P (2021) e GIAMBIAGI, F. e MONTERO, F. (2005). Como pode se observar no Gráfico 5, a poupança privada representou 27,1% do PIB em 2020, contra 17,1% do PIB em 2019, compensando a queda da poupança do governo que representou -12,4% do PIB contra -4,9% do PIB em 2019.

Gráfico 5: Evolução da poupança privada e pública % do PIB (2002-2020)



Conforme mencionado, a redução da poupança do setor público, reflete a resposta do governo em meio à crise. Em 2020, a atuação do governo foi de grande importância, ao tentar sustentar a atividade econômica através de programas públicos e gastos relacionados. A reação do governo foi bem mais rápida com uma política social e fiscal desenhada para enfrentamento da pandemia. De acordo com os dados do Fundo Monetário Internacional, na divulgação do monitor fiscal, o total de despesas relacionadas à crise representa 9% do PIB (FMI, outubro de 2021).

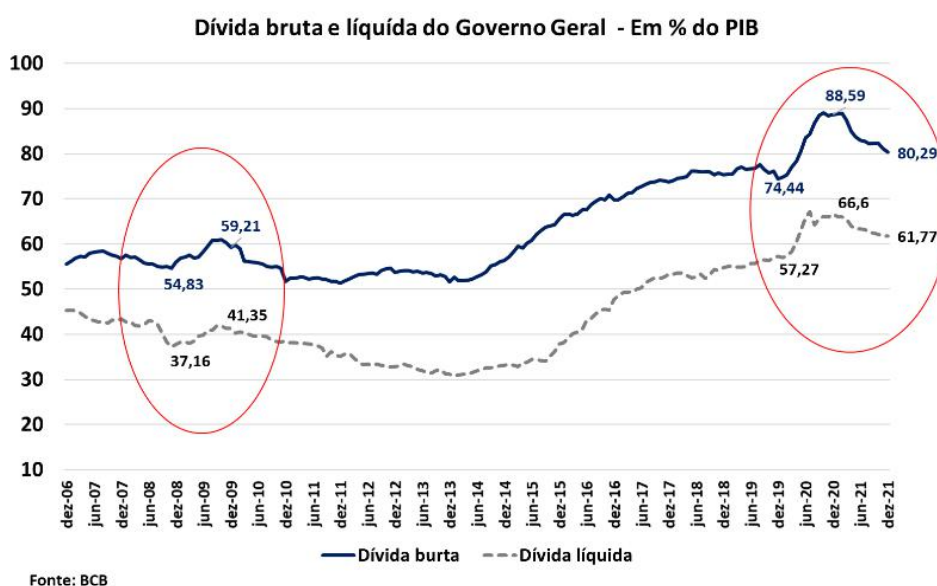
Contrariamente ao que ocorre nos modelos de crise de balanço de pagamentos em termos de políticas sugeridas para restabelecer o equilíbrio externo, o ajuste nas transações correntes aconteceu sem consolidação fiscal e sem uma política monetária contracionista tanto na pandemia da Covid-19 quanto na crise financeira global de 2008/09. Teoricamente, uma

política fiscal contracionista, realizada através do aumento de impostos ou corte de gastos, induziria uma redução do déficit na conta corrente devido ao seu impacto direto na demanda agregada. O mecanismo pelo qual isso ocorreria é pela contração do consumo ou o investimento do governo, aumentando a sua poupança. O aumento da poupança do governo, aumentaria a poupança nacional que poderia melhorar o saldo em transações correntes na ausência da equivalência ricardiana. Por outro lado, uma política monetária de natureza contracionista, realizada via aumento da taxa de juros desestimularia a demanda pelo consumo e investimento, além de promover a atração de capitais externos para financiar o déficit em transações correntes remanescentes. Assim, tradicionalmente as políticas fiscal e monetária voltadas para ajustamento do balanço de pagamentos sempre foram contracionistas.

O que se observou, ao contrário, foi um substancial aumento do déficit primário do governo na pandemia. Este representava 0,93% do PIB em 2019 e aumentou para 9% do PIB em 2020, traduzindo uma redução da poupança do governo para enfrentar a crise. O indicador de solvência, a dívida bruta do governo geral em proporção do PIB, que já se encontrava em patamar preocupante (74,4%), acelerou para 88,6% em 2020 (Gráfico 6). Em 2008, o esforço fiscal, associado à uma resposta tardia⁶, foi menor, com a introdução de programas como programas de estímulos aos investimentos, o aporte de R\$100 bilhões (3,3% do PIB) pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o corte de impostos indiretos etc. (Ver Barbosa, N, 2010)⁷. Porém, mesmo assim, a política fiscal foi de caráter expansionista.

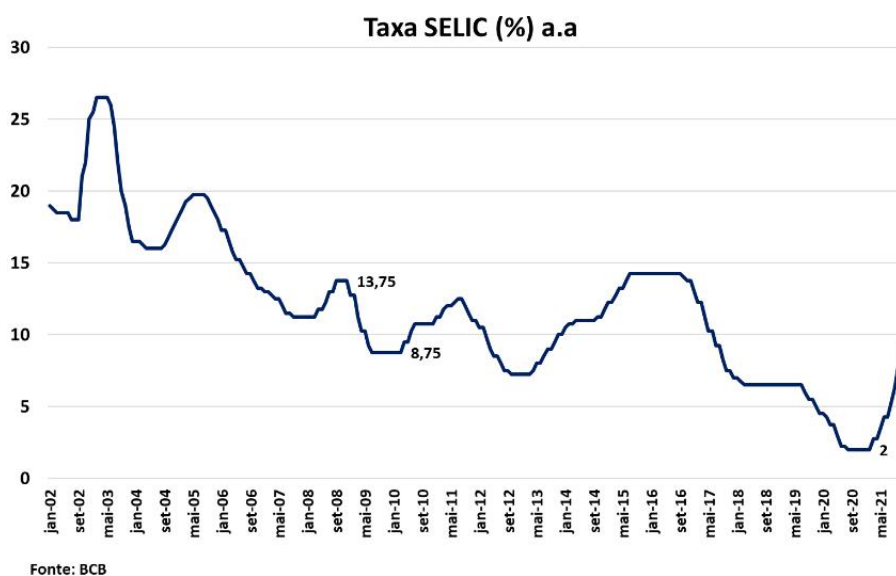
⁶ Ler “The Financial crisis and economic crisis of 2008-09 and developing countries (UNCTAD,2010).

⁷ No artigo Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09, o autor estima as medidas do combate (fiscais e monetárias) à crise de 2008-09 em percentual do PIB.

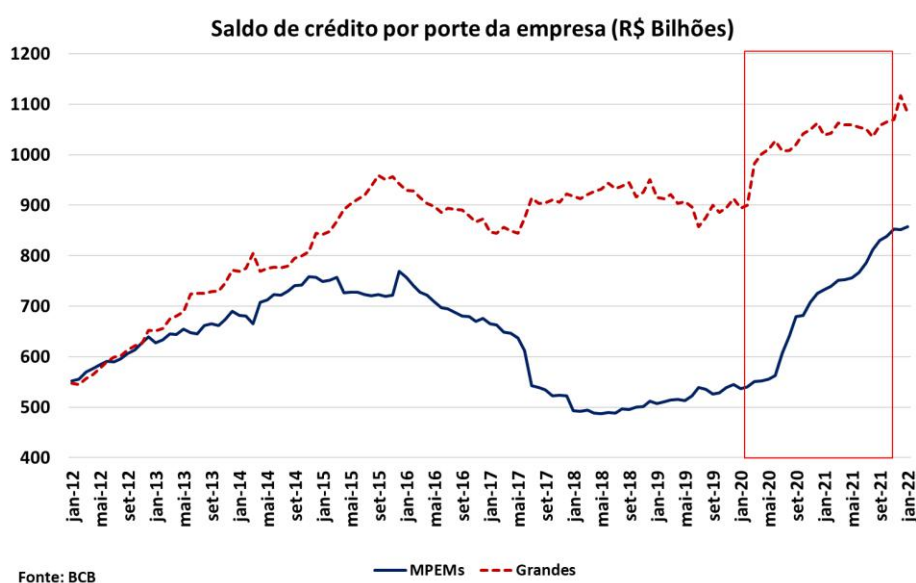
Gráfico 6: Evolução da Dívida pública brasileira (DBGG e DLGG) – Em % do PIB

Além dos pacotes fiscais desenhados para enfrentamento das crises, houve injeções de liquidez através de uma política monetária inicialmente expansionista. Em 2020, O instrumento principal convencional da política monetária, a taxa SELIC, atingiu 2% a.a, menor patamar da história, para amenizar os impactos da pandemia sobre o nível da atividade econômica, estimulando a demanda. Além disso, outras medidas foram promovidas para mitigar os efeitos adversos tanto na pandemia quanto na crise financeira global de 2008/09, como a redução de reservas compulsórias e a liberação de linhas de crédito com taxas de juros baixos para as pessoas jurídicas, com destaque às pequenas e médias empresas, e às pessoas físicas.

O Gráfico 7 mostra a evolução da taxa de juros básica da economia brasileira desde janeiro de 2002 até dezembro de 2021. Como podemos observar, o patamar atingido pela taxa SELIC na pandemia difere do nível observado em 2008, que havia atingido 8,75% a.a.

Gráfico 7: Taxa de Juros básica - SELIC % a.a

Por sua vez, o Gráfico 8, mostra a evolução de janeiro 2012 a janeiro 2022 do saldo de crédito por porte das empresas, destacando o aumento do saldo das grandes empresas e, micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) durante a pandemia da Covid-19. As empresas foram capazes de ter facilmente acesso à liquidez para suportar suas operações em meio à crise depois da injeção massiva de liquidez pelo Banco Central.

Gráfico 8: Evolução do saldo de crédito por porte da empresa (R\$ bilhões)

Ainda que a condução das políticas macroeconômicas durante as crises não tenha sido favorável à redução do déficit em transações correntes, os fatores externos e internos como a

recessão econômica global e, em particular, doméstica, além da desvalorização cambial, contribuíram no ajuste externo com implicações importantes nos componentes das transações correntes no balanço de pagamentos.

Em 2019, o déficit em transações correntes totalizou US\$ 65 bilhões. Nos anos subsequentes, o déficit caiu drasticamente para US\$ 24 bilhões em 2020 e US\$ 27 bilhões em 2021, o menor patamar desde 2009. Se considerarmos somente os anos 2019/20, além da reação positiva da balança comercial de 22% ante 2019, o recuo do déficit no balanço de serviço foi de 41%. O balanço de serviço e o balanço de renda, na pandemia da Covid-19, explicaram 35% e 46% respectivamente, da redução do déficit em transações correntes. As subcontas de viagens internacionais e transportes foram os destaques no balanço de serviços, devido ao impacto direto das medidas de confinamento e restrições de mobilidade ou turismo; enquanto a subconta de lucros e dividendos foi a rubrica que mais sofreu os impactos da Covid-19 no balanço de renda. Este último foi a principal fonte de ajuste externo na crise financeira global por causa da retração das despesas de lucros e dividendos das empresas.

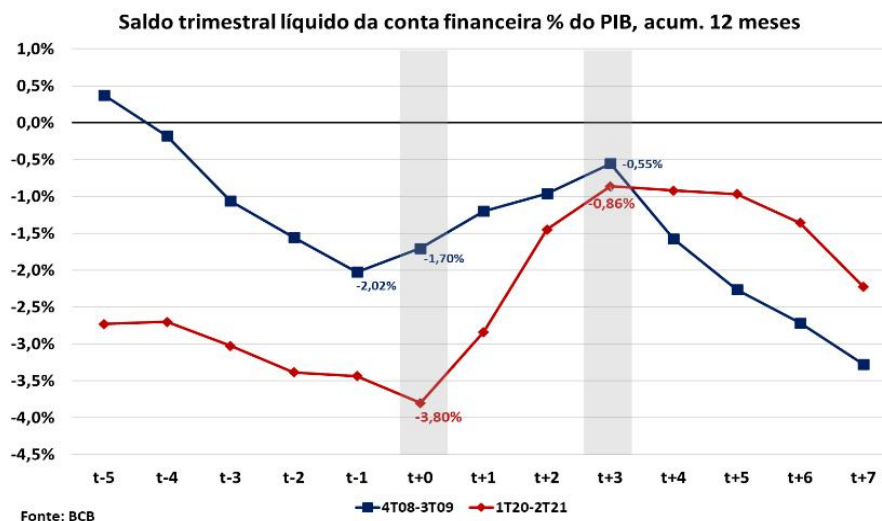
3.2.2. O *sudden stop*, a taxa de câmbio e as reservas internacionais

O déficit em transações pela perspectiva da diferença entre a poupança e o investimento, ajudou a atender de que maneira os agregados macroeconômicos contribuíram para o processo de ajuste externo na conta corrente nos dois períodos analisados, e a realçar de que forma as políticas econômicas de natureza expansionistas atuaram diferentemente ao esperado em um processo de ajuste externo clássico.

Uma outra ótica de analisar o ajuste nas transações é pela análise dos fluxos de capitais registrados na conta financeira, sendo possível fonte de financiamento do déficit em transações correntes. Em 2008, o resultado da conta financeira passou de uma captação líquida de recursos de 1,7% do PIB nos 12 meses encerrados no 4º trimestre de 2008 para uma captação de apenas 0,55% do PIB no período de 12 meses encerrados no 3º trimestre de 2009. Como se vê no Gráfico 9, devido à natureza da crise de 2008, a redução da captação líquida de recursos externos via conta financeira, em proporção do PIB, já tinha começado no 3º trimestre de 2008 quando atingiu o valor máximo de 2,02% do PIB. Diferentemente do período de 2008/09, a piora na conta financeira iniciou-se no 1º trimestre de 2020 até o 4º trimestre do mesmo ano, saindo de valor negativo de 3,80% do PIB para 0,86% do PIB. Note-se que pela metodologia

do BPM6 (Balanço de pagamentos, 6ª edição)⁸, o sinal negativo na conta financeira significa captação de recursos externos.

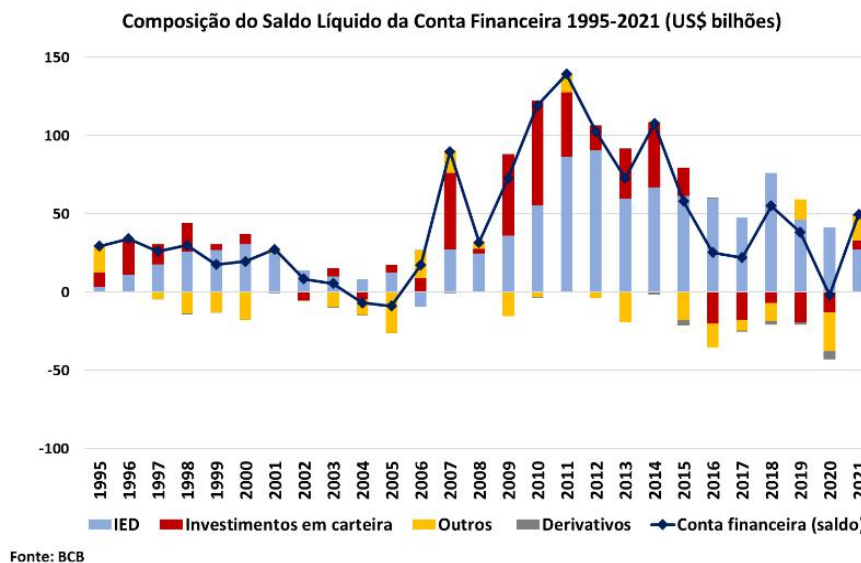
Gráfico 9: Saldo trimestral líquido da conta financeira % do PIB, acumulado em 12 meses



Pela composição anual de fluxos líquidos de capitais na conta financeira, observa-se no Gráfico 10, que tanto na crise de 2008-09 quanto de 2020, houve uma redução na captação líquida de capitais registrados na conta financeira, particularmente, em investimentos em carteira e outros investimentos em comparação aos anos anteriores às crises. O saldo líquido da conta financeira - que leva em conta movimentações dos residentes e não residentes- passou de uma captação líquida de US\$ 89,9 bilhões para US\$ 31,7 bilhões na passagem de 2007 para 2008; e de US\$ 38,3 bilhões para uma captação líquida de apenas US\$ 1,7 bilhões do ano 2019 para o ano 2020, sinalizando em ambos os casos uma redução de entrada líquida de recursos no país.

Em 2020, além das duas subcontas citadas acima, a saída líquida dos fluxos atrelados aos derivativos também contribuiu para a redução do saldo líquido na conta financeira. Entretanto, nota-se que a saída líquida dos capitais na economia brasileira foi amortecida pela conta de investimento direto ao manter entradas líquidas nas duas crises. Os fluxos de capitais em investimento direto, em geral, apresentam menos volatilidade por ser de médio ou longo prazo.

⁸ 6ª edição do manual de Balanço de pagamentos divulgado pelo Fundo Monetário Internacional, disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>

Gráfico 10: Composição do saldo líquido da conta financeira 1995-2021 (US\$ bilhões)

A redução ou interrupção da disponibilidade de financiamento estrangeiro fica mais evidente quando se analisa somente os montantes de fluxos de capitais dos não residentes, registrados no passivo da conta financeira. A maior saída de fluxo foi registrada na subconta investimento em carteira. Este último registra as aquisições dos ativos, fundos de investimento e títulos de dívidas no país por parte dos não residentes.

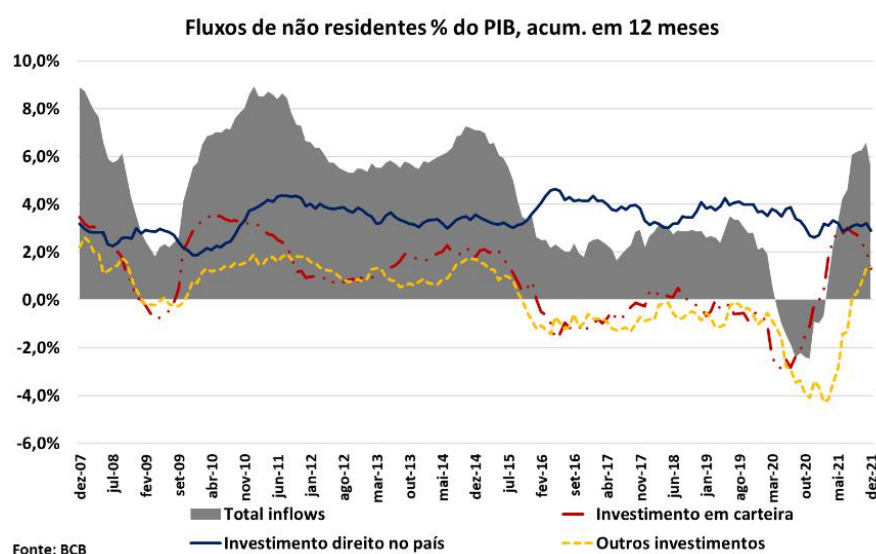
Nos meses mais agudos (março de 2020 e maio de 2020) da crise da pandemia da covid-19, houve saída de fluxos em investimento em carteira de US\$ 34,8 bilhões. Grande parte dessa saída foi concentrada no mês de março de 2020 (US\$ 22,3 bilhões), evidenciando o *sudden stop*, quando a pandemia configurou um ambiente de aversão ao risco de tal modo que os investidores começaram a retirar suas posições nos países emergentes.

O saldo do mês de março de 2020 reflete, em grande proporção, uma saída de recursos externos de US\$ 7,4 bilhões em investimento em ações e de US\$ 14 bilhões em investimento em títulos de dívidas. Por outro lado, a rubrica outros investimentos registrou uma saída de US\$ 20 bilhões de abril de 2020 a junho de 2020, enquanto o investimento direto no país se manteve positivo.

Para fins comparativos, a saída de financiamento externo nos meses mais agudos da crise financeira global (outubro de 2008 e fevereiro de 2009) foi de US\$ 22 bilhões em investimento em carteira e US\$ 18 bilhões em outros investimentos. Somente no mês de outubro de 2008,

houve saída de US\$ 7,8 bilhões em investimento em carteira. Conforme mostra o Gráfico 11, o volume de financiamentos externos que saíram do Brasil na pandemia mostrou-se nitidamente mais expressivo do que na crise financeira global, mesmo em acumulado em 12 meses e em proporção do PIB, com a redução dos investimentos em carteira, dos outros investimentos, evidenciando a interrupção da disponibilidade de recursos externo para financiar o déficit em transações correntes.

Gráfico 11: Fluxos de capitais de não residentes % do PIB, acumulado em 12 meses (dez/07-dez/21)



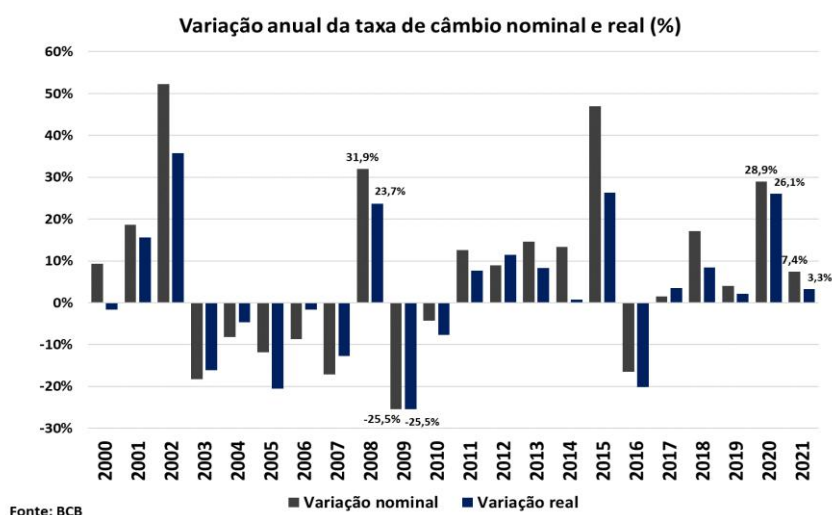
Em resposta à volatilidade do mercado devido à fuga de capitais, à dificuldade em controlar a propagação do vírus, a taxa de câmbio tanto em termos nominais quanto reais se desvalorizou fortemente debaixo do regime de câmbio flexível adotado desde 1999. Conforme mostra o Gráfico 12, a desvalorização do câmbio⁹, observada na crise da pandemia da Covid-19, foi muito mais expressiva, em termos reais, e menos expressiva em termos nominais, do que na crise da *subprime*.

Por ser uma crise severa, a covid-19 causou uma desvalorização do câmbio real de 26,1% em 2020, recorde entre os países emergentes, depois de um ano de estabilidade em 2019. No final do mês de fevereiro, quando as atividades foram interditadas, a taxa de câmbio nominal havia aumentado para R\$/US\$ 4,50. Em maio de 2020, acrescido dos ruídos no ambiente políticos, a taxa de câmbio atingiu um patamar de R\$/US \$5,80. Contudo, na crise financeira global, a

⁹ Para o cálculo da desvalorização cambial foi usado a taxa de câmbio real efetiva e nominal anual, fim de período, divulgado pelo Banco Central.

desvalorização do câmbio real foi em torno de 23,7%, com uma taxa de câmbio nominal saindo de R\$/US\$ 1,92 no início do mês de outubro de 2008 para o patamar máximo de R\$/US\$ 2,45 em dezembro do mesmo ano.

Gráfico 12: Variação anual da taxa de câmbio nominal e real % (2000-2021)



Apesar da situação macroeconômica internacional marcada pela desaceleração do crescimento econômico, tal depreciação foi, sem dúvida, em meio a um regime de câmbio flexível, favorável para a balança comercial nos dois períodos, contribuindo para o processo do ajuste externo, através da mudança de preços relativos das exportações e importações. Em teoria, uma desvalorização cambial estimula as exportações dando competitividade aos produtos domésticos – barateando-os - e desestimula as importações, melhorando, portanto, o saldo comercial e as transações correntes.

A adoção do regime de câmbio flexível, sugere que a oferta e demanda por moeda estrangeira é determinada pelas próprias forças do mercado e que em momento de grande oscilação de mercado configurado pelas incertezas, a autoridade monetária intervém para estabilizar a taxa de câmbio, vendendo ou comprando a moeda estrangeira.

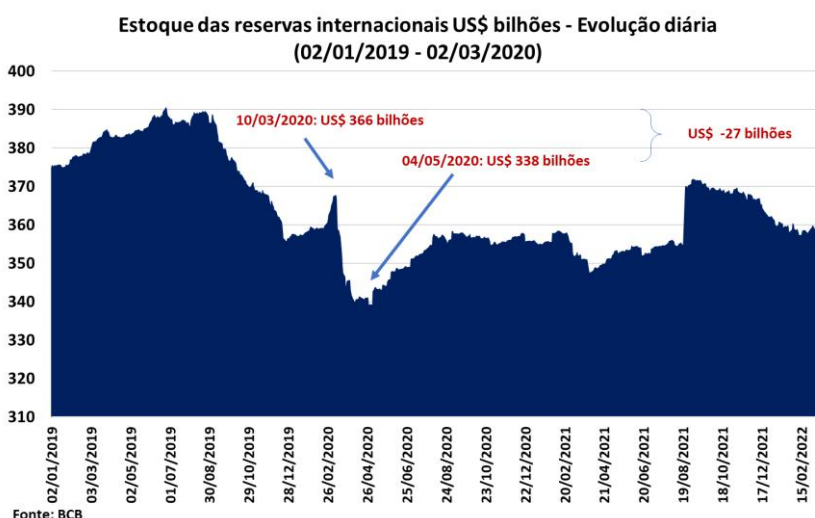
De acordo com as estatísticas do Banco Central, a intervenção deste último no mercado de câmbio através de diversos instrumentos, notadamente, as operações com linhas de recompra, as compromissadas em moeda estrangeiras e as vendas no mercado à vista totalizaram R\$ 48,3 bilhões na pandemia. As operações de venda no mercado à vista, modalidade controversa por

implicar em liquidação definitiva das reservas e, que, não é usada desde fevereiro de 2009, somaram R\$ 24,7 bilhões em 2020.

O uso das reservas internacionais mostrou-se necessário para absorver o choque decorrente das crises. Em 2008/09, diante de um cenário de grande volatilidade dos mercados, as reservas em moedas estrangeiras haviam registrado uma redução de US\$ 21 bilhões, do pico no dia 10 de outubro de 2008 ao vale, no dia 27 de fevereiro de 2009. Contudo, nos piores momentos da crise da Covid-19, depois de atingir um pico de US\$ 366 bilhões no dia 10 de março de 2020, as reservas internacionais registraram uma queda que se estendeu até no dia 4 de maio de 2020, representando US\$ 338 bilhões (uma redução de US\$ 27 bilhões justificada pela venda de moedas estrangeiras no mercado de câmbio). Ao comparar o nível de estoque correspondente no final de 2019 e o nível mais baixo ocorrido em maio, houve uma redução de US\$ 18 bilhões.

Depois de uma breve recomposição do estoque, as incertezas trazidas pela segunda onda da Covid-19 e novas variantes na passagem do ano 2020 para ano 2021, obrigou o Banco Central a realizar outras novas intervenções no mercado à vista de câmbio - que levaram a uma nova queda das reservas em moedas estrangeiras - na tentativa de assegurar a funcionalidade do mercado de câmbio. Apesar da redução do estoque das reservas cambiais registrada ao longo do ano de 2020 e 2021, o Brasil detém ainda um nível elevado das reservas internacionais, reduzindo o risco de uma crise cambial clássica associada à insuficiência de recursos externos.

Gráfico 13: Estoque diário das reservas internacionais durante a pandemia da Covid-19 (US\$ bilhões)



4. CONCLUSÃO

A crise da Covid-19 ao longo do ano de 2020 provocou um processo de ajuste no saldo das transações correntes brasileiras diferente do que foi observado durante a grande crise financeira global de 2008/09, quando o mercado imobiliário americano colapsou. As diferenças existentes entre os dois processos partem das características inéditas das crises sendo a crise da pandemia da Covid-19 de origem sanitária e que teve implicações no sistema econômico como a interrupção total ou parcial das atividades produtivas, forçando as famílias a poupar diante de um ambiente de crescente incerteza e alta volatilidade do mercado, o isolamento social e as restrições às viagens a fim de preservar as vidas.

Por ter afetado o comércio global, o turismo e as atividades empresariais, a crise desencadeada pela Covid-19, reduziu o déficit no balanço de serviços e de renda primária, contribuindo, portanto, para o ajuste externo. A crise de 2008, por outro lado, originou-se do próprio sistema econômico pelo canal de um setor financeiro fragilizado em um contexto de crescente dívida imobiliária dos Estados Unidos, que ao abalar o mundo, favoreceu um ajuste externo pelo balanço de renda, principal canal de transmissão.

A análise comparativa trouxe resultados que mostram diferenças acerca da reversão do saldo em transações correntes, medido em 12 meses e em proporção do PIB. Este último melhorou de forma intensa e aguda ao longo de cinco trimestres no decorrer da pandemia com dois trimestres de profunda recessão somente em 2020. O contexto macroeconômico e, muito mais, a evolução da crise sanitária e do seu controle, condicionaram a intensidade e a duração do ajuste externo. No período marcado pela crise financeira global, o processo de ajuste foi breve, ao longo de três trimestres, e foi de intensidade menor, associado à queda do produto interno bruto.

Conforme foi visto, o comportamento dos agregados macroeconômicos, determinantes do saldo em transações correntes, considerando a identidade contábil das contas nacionais e o balanço de pagamento, indicou duas direções contrárias. Enquanto os períodos associados à crise financeira foram marcados pela queda do investimento e da poupança sendo, o primeiro caindo mais do que o segundo agregado, na pandemia da Covid-19, o ajuste na conta externa ocorreu pelo expressivo aumento da poupança doméstica bruta, acima do incremento do investimento bruto. O aumento extraordinário da poupança bruta refletiu um salto da poupança

do setor privado que beneficiou do auxílio emergencial e das demais transferências feitas pelos governos, compensando a redução da poupança do setor público.

Por ser peculiar, a crise da pandemia da Covid-19, implicou importantes mudanças nos fluxos macroeconômicos como mudança da participação do consumo e da poupança no produto interno bruto, das rendas disponíveis e do estoque de riqueza dos setores institucionais.

O quadro macroeconômico internacional e doméstico recessivo e a desvalorização da taxa de câmbio são fatores importantes externos e internos que favoreceram o ajuste externo nos dois períodos analisados apesar das políticas econômicas terem atuado de maneira a mitigar os impactos das crises na atividade econômica. As políticas fiscais e monetárias foram essencialmente expansionistas, em direção contrária ao esperado em meio a um processo de ajuste externo, conforme indicado ao longo deste trabalho: O estoque de dívida atingindo nível mais alto com aumento de déficit nas contas públicas e a taxa de juros em patamares baixos em relação aos períodos pré-crisis.

Por fim, nos dois períodos analisados ocorreu uma saída abrupta dos fluxos de capitais estrangeiros, sobretudo em investimento em carteira, sendo mais expressiva na crise da Covid-19. A queda nessa modalidade refletiu o aumento da aversão ao risco por parte dos investidores. A diferença entre os capitais autônomos da conta financeira e o saldo em transações correntes foi compensada pelas vendas das reservas internacionais pelo Banco Central a fim de limitar a depreciação da taxa de câmbio e manter a funcionalidade do mercado de câmbio.

4REFERÊNCIAS

ABBAS et al. Fiscal Policy and the Current Account. IMF Economic Review. Washington: International Monetary Fund, v. 50, p. 603–629, mai. 2011.

ABIAD, Abdul D. et al. A new database of financial reforms. Washington: International Monetary Fund, v.57, n.2, p. 281-302, jun. 2010.

ADLER, Gustavo et al. Terms-of-Trade cycles and external adjustment, Washington: International Monetary Fund, fev. 2017. (IMF Working paper n.17/29)

ALGIERI, Bernardina; BRACKE Thierry. Patterns of current account adjustment: Insights from past experience. Frankfurt: European Central Bank, jun. 2007. (Working paper n. 762)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ciclo de ajustes nas contas externas. RTI – Relatório Trimestral de Inflação. Brasília: BCB, v.22, n.2, jun. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas do setor externo – adoção da 6a edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6). Brasília: BCB, 2015a. (Nota Metodológica, n. 2)

BARBOSA, Nelson. Latin America: Counter-cyclical policy in Brazil 2008-09. Journal of Globalization and Development. Berkeley: Berkeley Electronics Press, v. 1, art.13, 2010.

BARONE, Sergio V; DESCALZI Ricardo; ALBERT, Diaz M. Transitory and permanent terms of trade shocks and the current account in Latin American Countries. Mendoza: Asociación Argentina de Economía Política, nov., 2009.

BIANCARELLI, André et al. O impacto da coronacrise no setor externo da economia brasileira: as evidências iniciais e as ameaças maiores. São Paulo: CECOM - Centro de Estudos de Conjuntura e Política - IE/Unicamp, n.12, abr. 2020.

CALVO, Guillermo A. et al. On the empirics of sudden stops: The relevance of balance sheet effects. Massachusetts: National Bureau of Economic Research., mai. 2004. (NBER Working paper n. 10520)

CARRANZA, Luis. Current Account Sustainability. In Wong et al: Macroeconomic management - Programs and policies. Washington: International Monetary Fund, abr. 2002.

CHINN, Menzie D.; WEI, Shang-Jin. A faith-based initiative: Do we really know that a flexible exchange rate regime facilitates current account adjustment? Massachusetts: Review of Economics and Statistics, v.95, p. 168-184, mar. 2013.

CLARK, Logan et al. The external current account in the macroeconomic adjustment process in Turkey. The Woodrow Wilson School's graduate policy workshop: Princeton University, jan. 2012.

CUSOLITO, Ana Paula; NEDELJKOVIC, Milan. Toolkit for the analysis of current account imbalances. Washington: World Bank Group, nov. 2013.

DAMASCENO, Thaís L.; NAVES, Larissa D. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. Chapecó: Revista Cadernos de Economia, v.17, n.32, p. 52-65, 2013.

DEBELLE, Guy; GALATI Gabriele. Current account adjustment and capital flows. Switzerland: Bank for International Settlements, fev. 2005 (Working paper n. 169)

DE MELLO, L.; PADOAN P.; ROUSOVÁ L. The growth effects of current account reversals: The role of macroeconomic policies. Paris: OECD - Economics Department Working Papers, Paris, n. 871, mai., 2011.

DORNBUSCH, Rudiger; GOLDFAJN, Ilan; VALDÉS, Rodrigo. Currency Crises and Collapses. Washington: Brooking papers on economic activity (BPEA), fev. 1995. p.219-293 (Brooking papers n.2)

DEVADAS, Sharmila; LOAYZA, Norman. When is a Current Account Deficit Bad?. Research and Policy Briefs. Washington: World Bank Group, n. 17, out. 2018.

DULLIEN Sebastian et al. The Financial and economic crisis of 2008-2009 and developing countries. Conference on trade and development. Geneva: United Nations, dez. 2010

EDWARDS, Sebastian. Does the current account matter? In EDWARDS, S. and FRANKEL, J: Preventing currency crises in emerging markets, NBER conference report series. Chicago: University of Chicago Press, chap. 1, p.21-76, jan. 2002.

EDWARDS, Sebastian. Thirty years of current account imbalances, current account reversals, and sudden stops. Washington: International Monetary Fund, v.51, p.1-49, jun. 2004. (IMF staff papers)

EDWARDS, Sebastian. The U.S. current account deficit: Gradual correction or abrupt adjustment?”, Elsevier - Journal of Policy Modeling, v. 28, n. 6, p. 629-643, set. (2006a)

EICHENGREEN, Barry; ADALET, Muge. Current account reversals: Always a problem?. Massachusetts: National Bureau of Economic Research, set. 2005. (NBER Working Paper n. 11634)

FMI. Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th edition. Washington: International Monetary Fund, 2009.

FMI. Explaining External Sector Dynamics During COVID-19. Washington: International Monetary Fund, Country Report No. 21/217, 2021.

FMI. World Economic Outlook. Washington: International Monetary Fund, oct. 2021.

FMI. World Economic Outlook. Washington: International Monetary Fund, oct. 2020.

FREUND, Caroline L. Current account adjustment in industrialized countries. Journal of Washington: International Money and Finance, v.23, n. 08, p.1278-1298, dec. 2005.

FREUND, Caroline L.; WARNOCK, F. Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall?. In CLARIDA, R. (ed.), G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment. Chicago: University of Chicago Press, 2006.

FRIEDMAN, Milton. The case for flexible exchange rates. In Essays in positive economics. Chicago, University of Chicago Press, p.157-203, 1953.

GIAMBIAGI, Fábio; MONTERO, Fernando. O ajuste da poupança doméstica no Brasil – 1999-2004. Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE), Rio de Janeiro, v. 35, n. 02, p.131-188, ago. 2005.

GHOSH, Atish R. et al. Exchange rate management and crisis susceptibility: A reassessment. Washington: International Monetary Fund, jan. 2014 (Working paper 14/11).

HARBERGER, Arnold C. Currency depreciation, income and the balance of trade. *Journal of political economy*. Chicago: University of Chicago Press, v.58, n.1 p. 47-60, fev. 1950.

IEDI. Contas externas do Brasil e a crise da Covid-19. São Paulo: IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, n.1072, abr. 2021.

IEDI. Ajuste externo: Resultados para 2015 e comparação com 2002. São Paulo: IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, n.718, fev. 2016.

IEDI. A combinação excepcional de fatores para o ajuste das contas externas. São Paulo: IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, n.840, mar. 2018.

LANE, Philip R.; MILESI-FERRETTI, Gian M. Global imbalances and external adjustment after the crisis. Washington: International Monetary Fund., ago. 2014. (IMF Working paper 14/151)

LANE, Philip R. Capital flows in the Euro Area. Brussels: European Commission. *Economic papers* 497, abr. 2013.

LAURSEN, Svend; METZLER Lloyd A. Flexible exchange rate and the theory of Employment. Massachusetts: *Review of Economics and Statistics*, v.32, n. 4, p. 281-99, nov.,1950.

MAGALHÃES, Daniela P.; MOREIRA, André C. Ajustes no Balanço de Pagamentos do Brasil durante a Grande Reversão. Goiânia: *Revista Econômica do Centro-Oeste*, v.2, n.2, pp. 37-54, 2016.

MILESI-FERRETTI, Gian M.; RAZIN, Assaf. Current account reversals and currency crises: Empirical Regularities. In: KRUGMAN, P.(ed.). *Currency crises*. Chicago: University of Chicago Press, p.285-323, jan. 2000.

MILESI-FERRETTI, Gian M.; LANE, Philip R. External adjustment and the global crisis. Washington: International Monetary Fund, ago. 2011. (IMF Working paper v. 2011)

NEDELJKOVIC, Milan et al. Indonesia Current Account Assessment. Washington: World Bank Group, jul. 2015.

PAIVA, Claudio A. External Adjustment and Equilibrium Exchange Rate in Brazil. Washington: International Monetary Fund, Washington DC, out. 2006.(IMF Working paper n. 221)

PANCARO, Cosimo. Current account reversal in industrial countries: Does the exchange rate regime matter?. Frankfurt: European Central Bank, mai. 2013. (ECB Working paper n. 1547)

SOUZA, Francisco E.P. Panem et circenses: a propósito da macroeconomia da pandemia. São Paulo: Revista de Economia Política, vol. 41, nº 2, pp. 236-253, abril-junho/2021

ANEXO - Quadro comparativo do ajuste externo na pandemia da Covid-19 e na crise financeira global

Tabela 1 - Comparação do ajuste externo na pandemia da Covid-19 e na crise financeira global		
	4T08 -3T09	1T20 - 2T21
Saldo em transações inicial (% do PIB)	-1,83%	-3,77%
Saldo em transações fim (% do PIB)	-1,18%	-1,35%
Variação (pontos percentuais)	0,65	2,42
Duração (Trimestres)	3	5
Saldo líquido na conta financeira inicial (% do PIB)	-1,77%	-3,80%
Saldo líquido na conta financeira fim (% do PIB)	-0,55%	-0,86%
Poupança doméstica % PIB (mudança)	redução (-)	aumento (+)
Investimento bruto % PIB (mudança)	redução (-)	aumento (+)
PIB ¹	-5,5%	-8,9%
Taxa de câmbio - (desvalorização) ²	31,9%	28,9%
Variação das reservas internacionais (US\$ bilhões) ³	21 bilhões (-)	27 bilhões (-)
Política fiscal	expansionista	expansionista
Política monetária	expansionista	expansionista

Fonte: BCB, FMI, Elaboração própria

1. Perda acumulada no período (pico e vale)

2. Taxa de câmbio nominal, média do ano (variação: 2008/07 e 2020/19)

3. Diminuição das reservas durante as crises (pico e vale)