

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

FERNANDO CARDOSO FERRAZ

CRISE FINANCEIRA GLOBAL: IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA,
POLÍTICA ECONÔMICA E RESULTADOS

Rio de Janeiro

2013

Fernando Cardoso Ferraz

CRISE FINANCEIRA GLOBAL: IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA, POLÍTICA
ECONÔMICA E RESULTADOS

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld
Monteiro Bastos

Rio de Janeiro

2013

Ficha Catalográfica

F381 Ferraz, Fernando Cardoso.

Crise financeira global: impactos na economia brasileira, política econômica e resultados / Fernando Cardoso Ferraz – 2013.

2016.

102 f. ; 31 cm.

Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2013.

Referências: f. 100-102.

1. Crise financeira internacional. 2. Política monetária – Brasil. 3. Política fiscal – Brasil. 4. Comércio exterior. I. Bastos, Carlos Pinkusfeld Monteiro, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 332.042

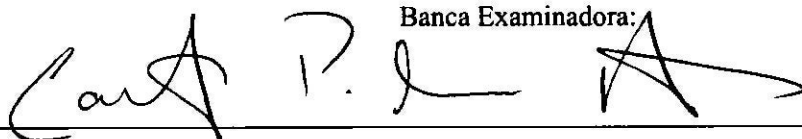
Fernando Cardoso Ferraz

CRISE FINANCEIRA GLOBAL: IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA,
POLÍTICA ECONÔMICA E RESULTADOS

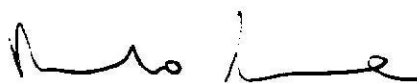
Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Mestre em Ciências, em Economia, sob a orientação do Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos.

Aprovado em:

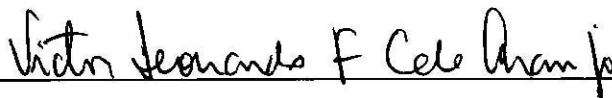
Banca Examinadora:



Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos – UFRJ



Prof. Dr. Ricardo de Figueiredo Summa – UFRJ



Prof. Dr. Victor Leonardo de Araujo – UFF

Rio de Janeiro

2013

RESUMO

A crise financeira internacional de 2007/2008 provocou uma severa retração na economia mundial. A aguda redução no volume internacional de comércio, a queda nos preços internacionais das *commodities* e a fuga dos capitais de curto prazo foram, de maneira geral, as principais vias de transmissão da crise do *subprime* para a economia brasileira. A leve recessão no ano de 2009 (aproximadamente -0,3%) frente a uma queda de 3,7% do PIB mundial e a rápida recuperação verificada já em 2010 (7,5% de crescimento do PIB) sugerem que o país apresentava relativa imunidade aos efeitos da crise internacional. O desempenho da economia brasileira no biênio 2008-2009 e as políticas econômicas adotadas pelo governo federal para contrabalançar os efeitos da crise são o objeto de análise desta dissertação. Os resultados encontrados sugerem que a política econômica praticada foi, *grosso modo*, bem sucedida no sentido de proporcionar uma rápida reação do nível de atividade impedindo a queda do nível de emprego. Destacam-se ainda, como fatores atenuantes dos impactos da crise, a relevância do padrão de crescimento estabelecido a partir de 2004 (com distribuição de renda) e o padrão de inserção da economia brasileira na economia mundial.

JEL Classification: E430, E62/E63, E52, E58, E630.

Palavras Chave: Crise do *Subprime*, Economia Brasileira, Política Monetária, Política Fiscal e Creditícia, Atuação do Banco Central e Política Anticíclica.

ABSTRACT

The 2007/2008 international financial crisis caused a severe downturn in the global economy. The sharp reduction in international trade volume, the decline in international commodity prices and the outflow of short-term capital were, in general, the main transmission paths from the subprime crisis to the Brazilian economy. The mild recession in 2009 (approximately -0.3%) compared to a 3.7% downturn in the global GDP and the fast recovery seen in 2010 (increase of 7.5% in GDP) suggest that the country showed relative immunity to the effects of the international crisis. Brazilian economy performance in 2008-2009 and the economic policies adopted by the federal government to offset the effects of the crisis are this work's object of analysis. The findings suggest that the practiced economic policy was overall successful in providing a rapid response in activity level preventing the fall in employment. Also noteworthy as mitigating factors of the crisis' impact are the importance of the growth pattern established since 2004 (with income distribution) and the pattern of insertion of the Brazilian economy into the global economy.

JEL Classification: E430, E62/E63, E52, E58, E630.

Keywords: Subprime crisis, Brazilian Economy, Monetary Policy, Fiscal Policy and Credit, Central Bank Interventions and countercyclical policy.

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos, pela orientação e pela enorme ajuda prestada na elaboração desta dissertação.

Aos meus pais Galeno e Mônica por todo o apoio, sempre.

À Georgia pelo encontro, pelo companheirismo e pela Zoé.

SUMÁRIO

1	Introdução	10
1.1	Caracterização Internacional da Crise.....	12
1.1.1	Breve Descrição da Crise Bancária nos EUA.....	12
1.1.2	Uma Breve Descrição dos Efeitos da Crise Norte-Americana no Crédito, na Demanda Agregada e no Comércio Internacional.....	21
1.2	Brasil: Efeitos da Crise.....	31
1.2.1	Efeitos sobre o Câmbio, Mercado Financeiro e Empresas.....	31
2	Políticas Monetária e Fiscal	39
2.1	Evolução Macroeconômica Recente.....	39
2.2	A atuação do Banco Central e a Política Monetária.....	46
2.3	Papel do Setor Financeiro Público	53
2.3.1	O Papel do BNDES na sustentação do crédito no imediato pós-crise: 2008/2009.....	55
2.3.2	O Papel do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal na sustentação do crédito no imediato pós-crise: 2008/2009	66
2.4	Política Fiscal	71
3	Setor Externo	80
3.1	Comércio Exterior	80
3.2	Fluxos de Capitais (conta financeira)	88
4	Conclusão	96
5	Referências Bibliográficas	100

1 Introdução

É consenso que a crise financeira originada no mercado imobiliário norte-americano a partir de 2007, atingiu proporções nunca vistas, desde a Grande Depressão de 1929. De fato, a crescente globalização comercial e financeira, somada ao peso dos EUA na economia mundial, propagou a crise internacionalmente numa medida que extrapolou de muito os prognósticos iniciais, mesmo os mais pessimistas. A crise assumiu caráter sistêmico após a quebra do quinto maior banco de investimentos norte-americano (Lehman Brothers), quando seus efeitos passaram a ser percebidos na economia brasileira. Em decorrência da desvalorização cambial, da elevação do risco Brasil, da interrupção das correntes internacionais de comércio e dos demais eventos que se seguiram, a economia brasileira entrou em um processo de desaceleração já no último trimestre de 2008, do qual resultou a recessão observada em 2009.

O objetivo mais geral desta dissertação é realizar uma análise descritiva e abrangente dos efeitos da crise global sobre a economia brasileira, ademais de avaliar a eficácia das políticas econômicas anticrise adotadas pelo governo a partir do segundo semestre de 2008. Esse esforço engloba o exame de séries estatísticas e a revisão crítica da literatura sobre o tema. Tem como fio condutor as hipóteses de que: (i) mediante mecanismos variados, a política fiscal praticada foi exitosa no estímulo à demanda agregada gerando, em consequência, efeitos anticíclicos relevantes; (ii) a política monetária atuou na contramão da política fiscal anticíclica, dada a estratégia de determinação da Selic, então praticada pelo Banco Central do Brasil (Bacen). A análise da validade destas hipóteses traz consigo questões correlatas entre as quais se destacam: (i) as similitudes e diferenças da recuperação brasileira *vis-à-vis* a recuperação de outros países emergentes/em desenvolvimento; (ii) a relação entre o regime de metas de inflação e a “rigidez” observada no comportamento da taxa de juros; e (iii) a importância da China e do comportamento dos termos de troca na recuperação brasileira. É certo que cada um destes pontos constitui, por si só, um objeto de investigação relevante e complexo. Contudo, serão tratados de forma resumida e organizada, como temas auxiliares para o melhor entendimento das questões centrais desta dissertação, antes anunciadas.

A dissertação está estruturada em três capítulos, seguidos de uma última seção que sintetiza suas principais conclusões. O primeiro capítulo descreve, de início, a crise bancária norte-americana e averigua seus efeitos sobre crédito, demanda agregada e comércio internacional.

Em seguida, focaliza os efeitos da crise internacional sobre instituições e variáveis domésticas, a saber: mercado financeiro, empresas, comércio exterior, câmbio e investimento.

O segundo capítulo destaca as respostas de curto prazo associadas a diversas dimensões de política econômica. Para tanto examina: (i) a evolução dos agregados macroeconômicos; (ii) a política monetária praticada pelo BACEN, no âmbito de um modelo macroeconômico sob o domínio teórico do *novo consenso*; (iii) a atuação do setor financeiro público (BNDES, CEF e BB) diante da redução generalizada de liquidez no mercado de crédito; e (iv) o manejo dos principais instrumentos de política fiscal (medidas de gasto e tributárias).

O terceiro e último capítulo trata da evolução do setor externo. Sua primeira subseção examina o comércio exterior e o impacto da crise sobre as pautas de exportação e de importação do país. A segunda subseção focaliza, por seu turno, a conta de capital e financeira do balanço de pagamentos brasileiro, discutindo as razões da fuga de capitais ocorrida no último trimestre de 2008, assim como os fundamentos da rápida recuperação verificada já em 2009.

Capítulo 1- Caracterização da Crise Internacional de 2008 e seus Impactos no Brasil

1.1 Caracterização Internacional da Crise

1.1.1 Breve Descrição da Crise Bancária nos EUA

Entendendo o Subprime (perspectiva mais ampla)

A criação e difusão das hipotecas *subprime* foi resultado, grosso modo, do processo de intensificação da concorrência bancária e financeira verificada durante a década de 1990. Mais especificamente, esta década foi marcada pelo enfraquecimento das fronteiras dos espaços de atuação entre bancos e instituições financeiras não bancárias, e também pelos rendimentos relativamente baixos dos mercados tradicionais de crédito (empréstimos a firmas, consumidores e governos). Neste período, o acirramento das pressões competitivas teve como um de seus resultados a articulação entre inovações financeiras nos contratos hipotecários e processos de securitização. Tal articulação possibilitou, por sua vez, a expansão do sistema de financiamento imobiliário americano em direção a operações de maior risco associadas ao grupo *subprime*.

A expressão *subprime* está referida a um enorme contingente de tomadores até então excluídos do mercado de crédito. Esse grupo incluía tomadores sem histórico de crédito, tomadores sem comprovação de renda, contudo com bom histórico de pagamento e até mesmo tomadores de crédito com registros de inadimplência. Conforme dito, as hipotecas foram viabilizadas, pelo lado dos credores, pela combinação de inovações financeiras com processos de securitização. Nesse quadro, a transformação de operações de crédito extremamente arriscadas em títulos bem avaliados por agências de classificação de risco respeitadas resultou em um aumento significativo da oferta de crédito¹. Pelo lado real da economia, a demanda por novas hipotecas - que poderiam ser securitizadas, empacotadas e distribuídas a instituições financeiras não bancárias – estimulou o crescimento do setor de construção civil o que, em meio à fragilidade de outros componentes de demanda autônoma, permitiu a sustentação de taxas de crescimento econômico razoáveis.

¹ Como deverá ficar claro adiante, os mecanismos de transformação das operações de crédito eram tão complexos que até mesmo os investidores mais conservadores acabaram participando desta “corrente”.

Regra geral, o contrato de venda das hipotecas mascarava as condições de quitação das mesmas, o que facilitava a atração de compradores. Comumente, os empréstimos eram do tipo 2/28 ou 3/27, ou seja, em trinta anos de contrato os primeiros dois ou três anos tinham prestações e taxas de juros estáveis e relativamente baixas, enquanto que nos anos restantes tanto as prestações quanto as taxas de juros eram elevadas e reajustadas de acordo com algum critério de indexação². Por seu turno, o crescimento contínuo dos preços dos imóveis propiciava a rolagem da dívida, após o final do período de juros e principal acessíveis. Para tanto, os devedores tomavam um novo empréstimo nas mesmas condições do anterior, todavia com um valor mais elevado. Assim, a alta nos preços do mercado imobiliário, permitia saldar o empréstimo anterior e, eventualmente, transformar a “*valorização patrimonial de suas residências em poder de compra por meio do crédito*” (Freitas e Cintra, 2008; p.417). É possível afirmar, portanto, que na década de 2000 vigorou um modelo de crescimento do consumo baseado no crédito, este último respaldado pela valorização do estoque de riqueza, mais especificamente pelo crescimento continuado dos preços no mercado imobiliário. Tal processo permitiu a elevação do consumo das famílias a despeito do modesto crescimento da renda e do emprego.

Nas condições antes descritas, o limite da expansão creditícia é determinado pela dinâmica dos preços no mercado imobiliário. Uma vez que os preços se estabilizassem, famílias e firmas não conseguiriam repetir o procedimento de rolagem da dívida, tornando-se insolventes.

Ao final de 2006, a economia norte-americana começou a desacelerar e o mercado imobiliário a emitir sinais de retração:

“A partir de fevereiro de 2007, uma cadeia de eventos começou a revelar a fragilidade dos instrumentos e das estruturas financeiras: inadimplência das famílias *subprime*, com hipotecas com taxas de juros ajustadas ou flutuantes, execução de devedores inadimplentes, quedas nos preços dos imóveis, movimentos de saques em *hedge funds*, rebaixamento das notas de alguns produtos estruturados” (Freitas e Cintra, 2008; p. 421).

Tinha começo a crise do *subprime* que revelou, entre outras coisas, a complexidade do sistema financeiro internacional. De acordo com Farhi *et al.* (2008), são duas as principais características do sistema financeiro internacional consolidado a partir do início da década de

² Note-se que data de 1982 o ato que autorizou as *Savings and Loans* (S&L) a contratar hipotecas a taxas de juros flexíveis.

1980, às quais se pode, de maneira geral, atribuir a emergência de uma conjuntura propensa à crise de 2007-2008.

A primeira delas decorre do princípio básico de auto-regulação do mercado que balizou, principalmente a partir de meados da década de 1990, o conjunto de medidas de supervisão e regulação. De acordo com esse princípio, os bancos seriam os agentes mais capacitados para a gestão de riscos e para a governança corporativa. Em consequência, suas decisões seriam as mais eficientes para prevenir o risco sistêmico. Nesta direção, o Acordo de Basileia II, firmado em 2004, define as notas das agências de *rating* e os modelos internos de gestão de riscos e de precificação de ativos como critérios alternativos para a classificação dos riscos de crédito. Como deverá ficar claro ao longo deste capítulo, a participação de agências de classificação de risco foi peça fundamental para o funcionamento da engrenagem de securitização das hipotecas *subprime*. Isso porque tais agências respaldaram as instituições financeiras no processo de transformação de um título arriscado em um novo produto, precificado e negociado em mercados secundários como “de baixo risco”. Vale ainda sublinhar que a atribuição das agências de *rating* (avaliação e classificação de risco sob demanda das instituições financeiras) implicava um “*sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos advinha dessas atividades*” (Farhi *et al.* 2008; p.25).

A segunda característica fundamental do sistema diz respeito à tentativa de os bancos tornarem seus balanços mais líquidos, livrando-se dos riscos de crédito. Para tanto os bancos passaram a praticar a arbitragem regulatória o que significa, de maneira geral, utilizar novos “produtos financeiros” para alavancar suas operações numa medida superior à alavancagem restrita pela regra de coeficientes mínimos de capital requerido, estabelecida pelo Acordo da Basileia. Na outra “ponta” dessas operações estavam as instituições financeiras que desempenharam um papel crucial no novo sistema financeiro global ao formar o *Shadow Banking System* que, de acordo com Farhi *et al.* (2008; p.24),

“inclui o leque de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Nesse leque enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes, os *hedge funds*, os fundos de pensão e as seguradoras. Nos EUA, ainda se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário e as agências patrocinadas pelo governo”.

Pode-se dizer, portanto, que o marco regulatório desenhado a partir da década de 1980 foi determinante para moldar as condutas dos participantes e incentivar a produção de inovações financeiras. Isso definiu a estrutura do sistema financeiro que viria a ser o *locus* da gênese e da difusão da crise.

A prática de arbitragem regulatória antes comentada tem início com o processo de securitização. A securitização tradicional nada mais era do que transformar uma operação de crédito (no caso do *subprime* hipotecário) em um título/debênture, comercializável no mercado secundário. Note-se, contudo, que esses títulos, lastreados em diferentes tipos de hipotecas também conhecidas por *asset-backed securitie* (ABS), assumiam variadas classificações de risco relacionadas à capacidade de solvência dos tomadores do empréstimo. A parcela mais arriscada desses títulos (*equity/toxic waste*- derivadas das hipotecas *subprime*), apesar de possuir uma taxa de retorno relativamente alta, não era facilmente vendida a outras instituições financeiras. Nesse quadro, as instituições financeiras, com destaque para os grandes bancos de investimento (Merrill Lynch, Goldman Sachs, Bears Stearns, Lehman Brothers, Morgan Stanley e Citigroup), passaram, com o auxílio da ação das agências de classificação de risco (*rating*), a montar “pacotes de crédito” com diferentes contratos de hipoteca. Estas serviam de lastro para novos títulos securitizados, de modo a, supostamente, diluir os riscos de cada hipoteca individual e garantir a melhor classificação possível. Estes novos títulos eram os *collateralized debt obligation* (CDOs). O que tornava os CDOs atraentes era o diferencial entre os juros pagos pelos títulos que os compunham (alta rentabilidade correspondente aos altos riscos) e os juros pagos aos investidores (juros relativamente baixos uma vez que se tratava de um título bem avaliado - *triple A*). De acordo com o relatório final da Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC, 2011), aproximadamente 80% das cotas dos CDOs eram classificadas como *triple-A*, apesar de os ABSs que as constituíam serem considerados de má qualidade. “Seguindo essa lógica a “máquina” CDO absorveu títulos colateralizáveis com baixa classificação (tipo BBB), deixando de ser um pequeno segmento no mercado financeiro para se tornar uma indústria trilionária” (FCIC, 2011; p.128). É importante notar que os próprios CDOs tinham também uma estrutura escalonada e que os mal classificados eram utilizados na emissão de novos

títulos colateralizados, conhecidos por CDOs *squared*³.

Como registra o relatório da FCIC (2011; p.130), os CDOs, a partir de seus complexos modelos estatísticos, acabaram por interligar e produzir uma alavancagem generalizada no mercado de crédito:

“Em 2004, os criadores dos CDOs eram os principais compradores das cotas de títulos colateralizados em hipotecas (*mortgage-backed securities*; MBS), e sua atuação neste mercado influenciava os preços destes títulos de maneira significativa. Em 2005, eles estavam comprando virtualmente todas as cotas de ABS BBB. Assim, da mesma forma que MBSs forneciam liquidez para originar hipotecas, agora os CDOs geravam liquidez para financiar MBS”.

Para completar a análise do ciclo financeiro que se estabeleceu nos anos anteriores à crise, é necessário, ainda, descrever o papel dos derivativos de crédito na constituição das complexas relações entre o sistema bancário tradicional e o *Shadow Banking System*. O *credit default swap* (CDS) é considerado o principal derivativo utilizado nesta ciranda de crédito e, frequentemente, comparado a um seguro. A diferença crucial entre um CDS e um seguro reside na circunstância de o emissor de um CDS não estar sujeito à regulação, como acontece com as seguradoras. Segundo Farhi *et al.* (2008; p.26) “os derivativos de crédito permitiram que os bancos retirassem riscos de seus balanços, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras do shadow banking system passaram a ter novas formas de assumir exposição aos riscos e rendimentos do mercado de crédito”. Ainda nesta direção, o relatório da FCIC (2011) atesta que a aquisição dos CDSs pelos bancos possibilitou neutralizar o crédito de risco e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de capital mínimo requerida de 8% para 1,6%.

Além de os CDSs serem comprados pelos bancos como proteção, eles também foram utilizados como “insumos” de novos CDOs, conhecidos por “CDOs sintéticos”. Farhi *et al.* (2008) defende a tese de que o grande problema nesta corrente creditícia associada ao *subprime* está na criação destes “produtos sintéticos”. Segundo a autora, antes da “alquimia” entre os CDOs e os CDSs, o processo de securitização restringia-se, regra geral, a operações no mercado à vista, o que corresponde a nada mais que uma transferência do risco original entre *players* do mercado financeiro:

“Enquanto esta operação se restringiu a operações no mercado à vista, era o risco original que ia trocando de mãos. Porém, ao serem acoplados aos derivativos de crédito, esses ativos deram origem a “ativos sintéticos”, isto é, ativos que replicam

³ Nota-se, portanto, que nesse processo ocorria uma alavancagem em cascata.

os riscos e retornos dos ativos originais, mas sem que seja necessário possuí-los. Estes ativos “virtuais” possuem tal propriedade porque negociam compromisso futuros de compra e venda de ativos, mediante o pagamento de um “sinal” o que abre a possibilidade de vender o que não se possui e/ou comprar o que não se deseja possuir. Nos mercados de balcão, multiplicaram-se as mais diversas combinações “virtuais” dos ativos de crédito securitizados com operações de derivativos de crédito. Na construção dessa imensa pirâmide invertida – cuja base é constituída pelas operações de crédito bancário originais – os riscos iniciais foram multiplicados por um fator n e sua distribuição passou a constituir uma incógnita” (Farhi et al. 2008; p. 26-27).

Reconhece-se que os CDOs sintéticos, por serem “apostas” sobre a capacidade de solvência dos compradores dos imóveis, acabaram por multiplicar os efeitos do colapso no mercado de *subprime*. É verdade também que esse produto se tornou significativo no mercado pelo fato de sua emissão ser mais fácil e barata, comparativamente ao caso de um CDO tradicional: “*Firms like Goldman found synthetic CDOs cheaper and easier to create than traditional CDOs at the same time as the supply of mortgages was beginning to dry up. Because there were no mortgage assets to collect and finance, creating synthetic CDOs took a fraction of the time. They also were easier to customize, because CDO managers and underwriters could reference any mortgage-backed security—they were not limited to the universe of securities available for them to buy*” (FCIC, 2011; p.142).

Contudo, não parece haver razão para que os CDOs sintéticos sejam “condição necessária” para o desenvolvimento da crise sistêmica. O processo de securitização, tal qual descrito, desenhou uma “cadeia creditícia hipotecária” que produzia alavancagem em cada uma de suas partes. Essa múltipla alavancagem, associada à interligação de mão dupla entre as partes (grosso modo, bancária e *shadow*), também derivada do processo de securitização (CDOs tradicionais) é que tornou o sistema financeiro norte-americano um “castelo de cartas” absolutamente integrado.

Na ponta oposta aos *home-buyers* encontravam-se os agentes que abrigavam em suas carteiras os títulos gerados pelos empréstimos no mercado imobiliário. Esse grupo é formado por um conjunto de instituições bastante heterogêneo no que diz respeito a suas características de investimento, associadas, de maneira geral, à propensão ao risco dos investidores de cada instituição. Supõe-se, em princípio, que fundos de pensão não sejam tão agressivos ou propensos ao risco quanto os *hedge funds* e, conseqüentemente, demandem títulos mais seguros e de menor rentabilidade. Todavia, ao analisar a evolução do *Shadow Banking System* a partir de uma perspectiva da demanda (*demand sided*) dos investidores, Pozsar (2011) aponta exatamente os investidores mais avessos ao risco (*institutional cash*

pools – investidores institucionais) como os responsáveis pelo desenvolvimento deste novo circuito financeiro (*Shadow Banking System*).

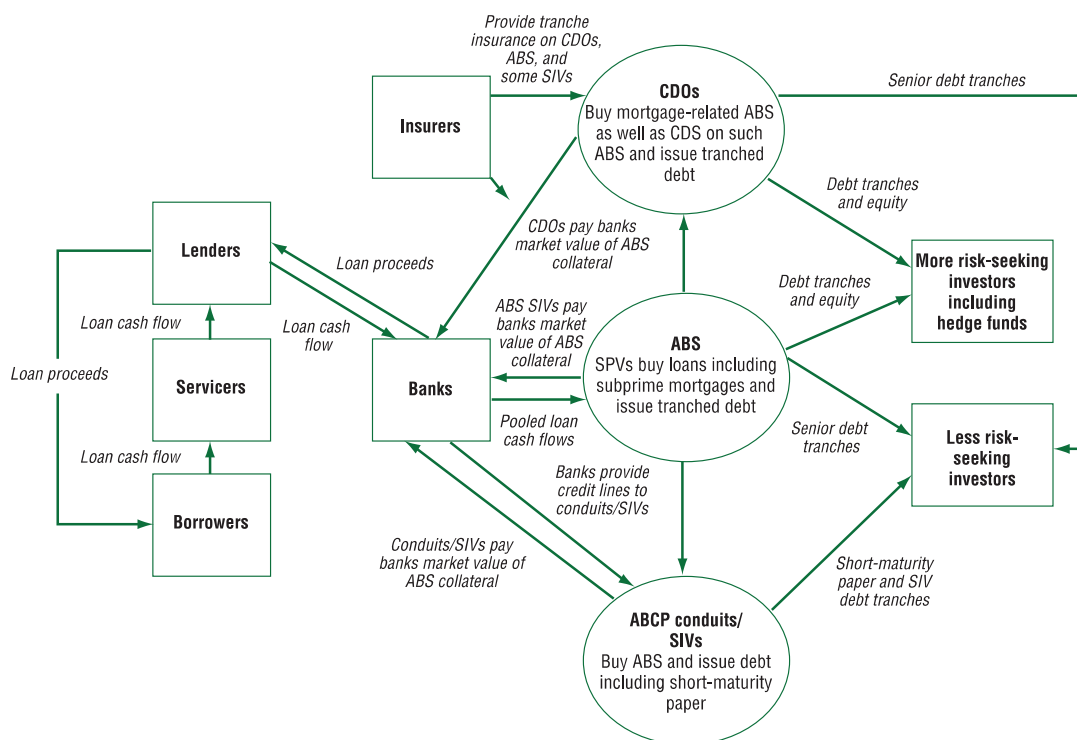
De acordo com Pozsar, essas instituições (fundos de pensão, *asset managers* e *securities lenders*), cada vez maiores e dotadas de recursos mais vultosos, caracterizam-se por buscar aplicações (posições) seguras e líquidas, em oposição a instituições que têm como prioridade a busca pela rentabilidade. Neste ponto, o “problema” começa a desenhar-se quando a demanda por liquidez e segurança supera, em larga escala, a oferta de ativos que são colocados como contrapartida desses depósitos: “*Between 2003 and 2008, institutional cash pools’ demand for insured deposit alternatives exceeded the outstanding amount of short - term government guaranteed instruments not held by foreign official investors by a cumulative of at least \$1.5 trillion*” (Pozsar, 2011; p. 3). Ou seja, com grande parte dos títulos do governo americano nas mãos de investidores estrangeiros, os *institutional cash pools* passam a buscar alternativas que acabaram por se materializar em produtos bancários de curto prazo relacionados a dívidas e títulos privados de curto prazo (*commercial papers* e *repos*).

É a partir dessa demanda não satisfeita que o *Shadow Banking System* (SBS) se desenvolve apresentando produtos financeiros substitutos dos títulos do tesouro americano. Os principais ofertantes destes títulos (*commercial papers*, *repos*, e *Senior Debt Tranches*) foram os veículos especiais (SIVs - *structured investment vehicle*; SPVs – *special purpose vehicles*), que, na verdade, desempenharam um papel de intermediários entre os bancos e os *institutional cash pools*

Uma vez que não estavam habilitados a captar recursos por meio de depósitos, os veículos especiais passaram a obtê-los via emissão e venda de títulos de curto prazo (em especial *commercial papers*) para os próprios bancos, para os *institutional cash pools* e para fundos mútuos de investimento (*money market mutual funds- MMFs*). Assim, mesmo não podendo criar moeda concedendo empréstimos diretamente, os integrantes do SBS utilizavam os recursos obtidos na emissão/venda de títulos de “*curto prazo para adquirir os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que esses concederam. Tornaram-se, dessa forma, participantes do mercado de crédito, obtendo recursos de curto prazo com os quais financiavam créditos de longo prazo (hipotecas de 30 anos, por exemplo), atuando como quase-bancos*” (Farhi et al. 2008; p. 25).

É importante ressaltar que os próprios bancos, uma vez que estavam sujeitos à regulação, criaram ou patrocinaram as “empresas de investimento estruturados” (*Structured Investment Vehicles- SIVs*), pessoas jurídicas que funcionavam seguindo exatamente a lógica acima descrita (das outras instituições do SBS). Esse fato torna o sistema financeiro da primeira década dos anos 2000 ainda mais suscetível a efeitos contágio, jogando por terra a ideia de que a configuração estabelecida isolava e protegia o sistema bancário de eventuais crises no lado “sombra” do sistema.

Representando todo o processo de forma simplificada, têm-se o tomador do empréstimo (hipoteca) no começo da cadeia, e os *institutional cash pools* como credores, no final. Por seu turno, os bancos e os veículos especiais aparecem como intermediários que amarraram e alavancaram as possibilidades de perdas no caso de um colapso. O diagrama a seguir ilustra o sistema e seus segmentos de maneira sintética.



Source: IMF staff estimates.
 Note: ABS = asset-backed security; ABCP = asset-backed commercial paper; CDO = collateralized debt obligation; CDS = credit default swap; SIV = structured investment vehicle; SPV = special purpose vehicle.

Fonte: FMI report, setembro de 2007.

O Crash

Uma das hipóteses dos modelos estatísticos utilizados na produção de CDOs (*mortgage backed*) era a de que os títulos colateralizados em hipotecas (ABS) tinham baixa correlação entre si. Em outras palavras, isto significa dizer que, de acordo com os modelos, a capacidade de solvência dos tomadores de empréstimo deveria ser praticamente independente⁴ umas das outras. Assim, um eventual *default* deveria ser compensado por outros devedores solventes.

No entanto, quando os preços do mercado imobiliário caíram, os modelos que davam sustentação teórica para a expansão financeira dos novos produtos se provaram equivocados. Os títulos colateralizados em hipotecas mostraram-se altamente correlacionados e nas regiões dos EUA onde havia alta concentração de hipotecas *subprime* e *Alt-a*⁵ muitos tomadores tornaram-se insolventes. Assim:

“CDOs turned out to be some of the most ill-fated assets in the financial crisis. The greatest losses would be experienced by big CDO arrangers such as Citigroup, Merrill Lynch, and UBS, and by financial guarantors such as AIG, Ambac, and MBIA. These players had believed their own models and retained exposure to what were understood to be the least risky tranches of the CDOs: those rated triple-A or even “super-senior,” which were assumed to be safer than triple-A-rated tranches” (FCIC, 2011; p. 129).

Em resumo, a criação dos produtos estruturados (CDOs) permitiu que se estabelecesse uma relação de cumplicidade entre os bancos e as instituições do SBS que em pouco tempo se mostraria perversa. No processo de geração de novos produtos financeiros, ambas as partes se beneficiavam de modo a obter ganhos de arbitragem derivados do diferencial entre as baixas taxas de captação (relativas ao lançamento de títulos de curto prazo e a títulos considerados muito seguros - *senior debt tranches*) e as altas taxas associadas aos títulos originais de financiamentos de longo prazo (CDOs).

Este processo poderia, em princípio, ser visto como positivo, posto que liberaria recursos do emissor do título para a realização de novos empréstimos, viabilizando a ampliação da liquidez no mercado de crédito. Note-se, todavia, que a mudança do papel dos bancos relacionada à criação destes produtos estruturados gerou dois efeitos óbvios. Primeiramente, o fato de a transferência do risco de crédito para os detentores dos papéis aumentar a negligência dos bancos, quando da avaliação da qualidade do crédito. Em adição, há uma

⁴ Note-se que a rigor, a correlação igual a zero entre duas variáveis não implica em independência entre as mesmas.

⁵ A hipoteca *Alt-A* é outro tipo de hipoteca “não-prime”.

consequência mais complexa, qual seja a intensificação de risco sistêmico derivada da maior interconexão dos contratos. De fato, a construção de elos entre todos os participantes do mercado financeiro (com múltiplas alavancagens) faz com que um distúrbio localizado se propague para todos os segmentos da cadeia. Logo, a tese de que o desenvolvimento do *Shadow Banking System* propiciaria um aumento da liquidez no mercado de crédito sem desproteger o sistema bancário revelou-se absolutamente falsa.

1.1.2 Uma Breve Descrição dos Efeitos da Crise Norte-Americana no Crédito, na Demanda Agregada e no Comércio Internacional

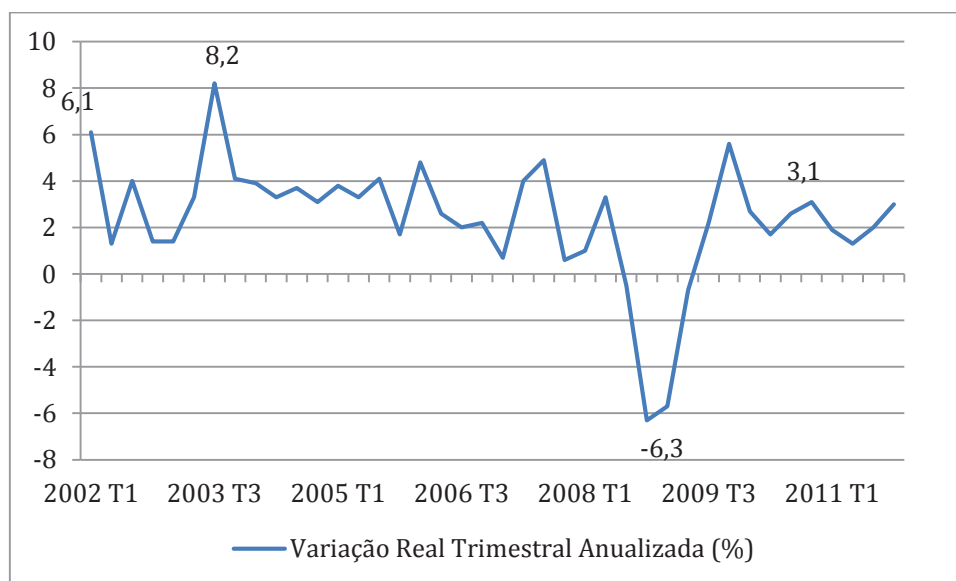
Esta seção visa descrever e analisar brevemente os impactos da crise financeira de 2007-2008 sobre a economia global. Isso implica examinar o comportamento do nível de atividade mundial agregada e de alguns países específicos, eleitos a partir de critérios, tais como sua participação no PIB mundial e sua relevância nas relações comerciais com o Brasil. Esse esforço possibilitará eventuais comparações das trajetórias daqueles países com a trajetória brasileira. A seção inclui, ainda, a análise dos impactos da crise sobre os fluxos de comércio e de capitais internacionais, variáveis que funcionam como correia de transmissão e de multiplicação de seus efeitos.

Antes de apresentar os dados, parece útil entender de que forma a crise financeira de 2007-2008 evoluiu para uma crise de demanda efetiva afetando o lado “real da economia”, avaliado pelo comportamento de “variáveis síntese”, como o PIB e o nível de emprego.

Na década de 2000, no período antecedente à crise, a expansão do consumo nos EUA foi, em grande medida, viabilizada pela valorização imobiliária generalizada, mesmo num quadro de estagnação da renda (fluxo) das famílias e das empresas. Junho de 2006 marca o pico no gráfico da valorização imobiliária norte-americana. A partir de então tem começo um agudo processo de deflação, expresso numa rápida e significativa redução dos preços dos imóveis. No início de 2009, estes ativos valiam, em média, 60% dos preços vigentes em meados de 2006. Simultaneamente, observa-se nos EUA uma retração da demanda agregada desde 2006, circunstância que tem entre seus principais determinantes a desaceleração da construção civil e a redução do gasto das famílias, até então baseado no modelo de consumo por rolagem de dívida.

Note-se, porém, que a crise passou a adquirir os contornos de um fenômeno sistêmico apenas a partir da quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008. Esta falência gerou uma crise de confiança generalizada cujo resultado foi a interrupção das operações interbancárias e a paralisação absoluta do mercado de crédito, fenômenos que impactaram negativamente a renda e o emprego, desacelerando ainda mais os componentes de gasto. Em outras palavras, a insolvência de uma instituição financeira relevante implicou crise de desconfiança, aversão ao risco e fuga para a liquidez, fatos que tornaram o crédito escasso e seletivo. Por sua vez, os efeitos perversos do racionamento de crédito sobre a demanda agregada estancaram o crescimento econômico e empurrou a economia norte-americana para uma recessão, o que pode ser constatado pela queda de 6,3% na variação do PIB real anualizada, correspondente ao quarto trimestre de 2008 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 - Variação Real Trimestral Anualizada do PIB dos EUA (%)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Ipeadata.

Vale ressaltar que a quebra do Lehman Brothers marcou o ponto no qual o processo de deflação de ativos, iniciado com a deflação no mercado imobiliário, generalizou-se e intensificou a crise, provocando, em um segundo momento, um processo de desalavancagem em que as famílias e empresas compelidas por redução de suas receitas buscam reduzir a relação dívida/renda. No contexto de deflação, era difícil evitar a deterioração da razão endividamento/capital próprio e também a elevação do peso do serviço da dívida sobre o fluxo de receitas das empresas, com conseqüente desvalorização de suas ações. As famílias por sua vez passaram a consumir menos, na tentativa de recompor sua relação riqueza/renda.

Em síntese, uma crise iniciada no mercado imobiliário transformou-se em crise financeira generalizada o que, por sua vez, afetou negativamente o lado real da economia, pela via da retração da demanda agregada. Como sublinhou Belluzzo (2009; p.24), em uma crise como a deflagrada em 2008, “*a avaliação da riqueza (as expectativas de longo prazo) e a incerteza radical (não apenas o risco) paralisam e negam os novos fluxos de gasto. A ruptura brutal do estado de convenções que vinha regendo o movimento da economia significa que os produtores e consumidores privados paralisam suas decisões - de produção, consumo e de investimento*”. Em outras palavras, tanto empresas quanto famílias buscaram reduzir o endividamento e gastos, aprofundando o processo de recessão.

Diferentemente das crises de balanço de pagamentos das décadas de 1990 e de 2000, a crise de 2008 foi protagonizada pela maior economia do mundo e seus efeitos propagaram-se globalmente. Essa é a razão da necessidade de se estudar os canais internacionais de transmissão da crise e, mais especificamente, os difusores do efeito-contágio sobre as regiões emergentes.

Uma questão auxiliar, porém, relevante para este trabalho, é examinar em que medida a recuperação brasileira foi distinta da de outros países emergentes/em desenvolvimento. Para efeitos de comparação e de ilustração, os países analisados serão agrupados em dois grandes blocos: os países ricos e os países emergentes/em desenvolvimento (PEDs). Isso possibilita cotejar países com características semelhantes e sublinhar alguns elementos econômicos específicos a cada um deles. Permite também fazer referência a um debate pertinente no campo da teoria do crescimento (desenvolvimento) econômico. Trata-se da discussão da hipótese de que a dinâmica de crescimento das economias emergentes teria assumido uma autonomia considerável em relação às economias desenvolvidas (*decoupling*⁶). Se assim for, a crise financeira 2007-2008 pode ser vista como um ponto de inflexão, em direção a um cenário de maior equilíbrio, em que economias emergentes, como China⁷, Índia e Brasil, adquirem maior protagonismo. Apesar de esse debate não ser o objeto central desta

⁶ De maneira mais rigorosa, o *decoupling* significa a desincronização dos ciclos de negócios. De acordo com Akyus (2012) essa desincronização não é consistente com o incremento da integração dos mercados internacionais (globalização). De fato as evidências mostram que os desvios das atividades econômicas de suas tendências prévias parecem estar altamente correlacionados entre os países desenvolvidos e os PEDs. “Isso ficou evidente após a quebra do Lehman Brothers quando a maioria dos PEDs experenciou significantes retrações apesar da prática de políticas contracíclicas” (Akyus, 2012, pg 5).

⁷ A equiparação de China à outros países emergentes e/ou em desenvolvimento parece inadequada do ponto de vista da influência exercida por esse país no nível de atividade econômica. Neste sentido, será frequente a qualificação específica do papel desempenhado pela China nas relações internacionais discutidas.

dissertação, a análise da inserção do Brasil na economia internacional, bem como sua recuperação pós-crise, será discutida à luz dessa abordagem (norte-sul).

Os canais de transmissão entre as economias avançadas e emergentes são resultantes de suas múltiplas relações de interdependência, evidentes, de maneira geral, nos fluxos internacionais de comércio e de capitais. O papel desses fluxos como difusores da crise será examinado a seguir, a começar pela evolução do movimento de capitais, uma vez que este exerce considerável influência sobre variáveis determinantes do comércio internacional (câmbio, crédito, etc.).

Os Fluxos Internacionais de Capitais

Na década de 2000, nos anos antecedentes à crise, a rápida expansão da liquidez e as baixas taxas de juros verificadas nos países desenvolvidos produziram um crescimento substancial nos fluxos de capitais direcionados aos países emergentes e/ou em desenvolvimento (PEDs). O *boom* nos influxos de capitais para os PEDs foi acompanhado por uma diminuição dos *spreads* nos mercados de crédito emergentes, o que, entretanto, foi insuficiente para reduzir os fluxos de capital, num quadro em que a propensão ao risco dos emprestadores permanecia elevada. A diminuição dos *spreads*, combinada com a expansão internacional da liquidez e com as baixas taxas de juros nos países desenvolvidos, proporcionou uma redução significativa do custo do financiamento externo para os PEDs.

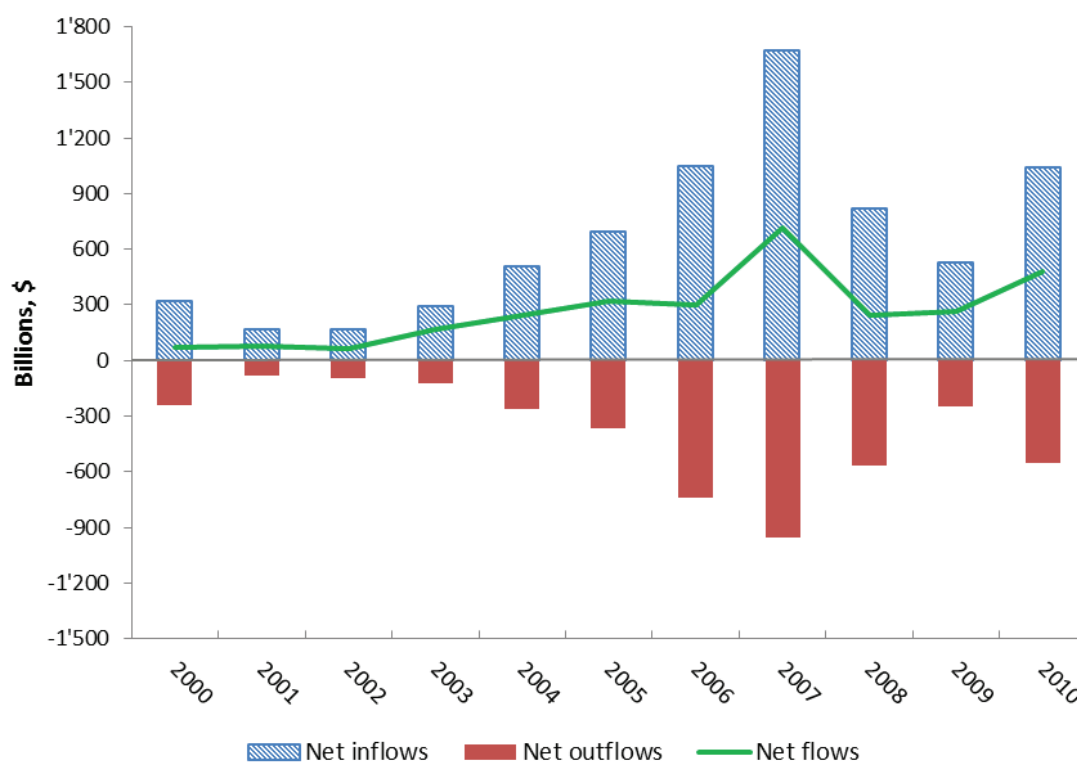
Apesar de grande parte dos influxos de capitais dos PEDs ser oriunda de credores e investidores de países desenvolvidos, vale lembrar que, no período analisado, a China emergiu como um ator relevante nos fluxos internacionais de capitais. O acelerado crescimento chinês, estruturalmente dependente da importação de commodities agrícolas e industriais, estimulou os investimentos do país em regiões ricas em recursos naturais.

Os fluxos privados de capitais para os PEDs sustentaram-se mesmo quando o desastre do *subprime* já se anunciava, a despeito do fortalecimento das restrições nos mercados de crédito europeu e americano. Novamente, a quebra do Lehman Brothers determinou o momento em que os fluxos de capitais se interromperam. Como afirma Akyuz (2012; p. 15), “*o rápido crescimento da volatilidade nos mercados financeiros levaram a uma aversão ao risco, extrema e generalizada, elevando os spreads nos mercados de crédito dos países emergentes e deflagrando uma fuga para ativos seguros e de qualidade*”. Em última instância, isso

significou preferência pelos títulos do tesouro americano, o que, por sua vez, implicou valorização do dólar relativamente às outras moedas.

Dado o quadro anterior, os fluxos de capitais direcionados aos PEDs, que haviam alcançado se maior patamar em 2007, despencaram em 2008 e 2009. Em 2010 recuperaram-se sem, contudo, atingir os níveis pré-crise (ver **Gráfico 2**). Tal evento está, muito provavelmente, associada a múltiplos fatores, entre os quais uma resposta mais rápida das economias emergentes à crise (crescimento do PIB), taxas de juros muito reduzidas nos mercados centrais e ampla liquidez internacional, resultante das políticas monetárias anticíclicas adotadas nos EUA e na Europa.

Gráfico 2: Fluxos de Capitais aos Países em Desenvolvimento, 2000-2010.



Fonte: FMI, WEO(setembro de 2010 e setembro de 2011); elaboração Akyuz (2012).

Uma política importante para a manutenção do grau de liquidez internacional foi a criação de linhas de *swap* lançadas pelo Banco Central Norte-Americano (Fed), a partir de dezembro de 2007. Basicamente, as linhas de *swap* consistiam em uma troca de moedas entre o Fed e Bancos Centrais de outras nações. Um montante de dólares era trocado pela moeda estrangeira à taxa de câmbio vigente no momento da operação com o comprometimento de se

desfazer a troca em determinada data⁸ utilizando à mesma taxa de câmbio praticada no primeiro movimento da operação. Em outras palavras, o Fed vendia dólares com a garantia de recompra a mesma taxa, contrato que neutraliza o risco cambial. Ao término do *swap* o Banco Central estrangeiro deveria pagar uma taxa de juros previamente definida sobre o montante de dólares transacionado. Até o final de 2008, os Bancos Centrais que tiveram acesso à linha de *swap* foram o Banco Central Europeu e os da, Suíça, do Canadá, do Japão, da Inglaterra, da Austrália, da Suécia, da Dinamarca, da Noruega, da Nova Zelândia, do México, da Coreia do Sul, do Brasil e de Cingapura.

Os dados disponíveis indicam que, entre o último trimestre de 2007 e o final de 2009, as linhas de *swap* alcançaram aproximadamente US\$545 bilhões. Como registra a Tabela 1, ao fim de 2009, as transações aparentavam estar praticamente fechadas, isto é, com as recompras de dólares realizadas em sua quase totalidade⁹.

Tabela 1 - Linhas de *Swap* entre o Fed e os Bancos Centrais Extranjeros (em US bilhões)

Ano/trimestre	Linhas de <i>Swap</i>
2007.04	24,0
2008.01	-3,0
2008.02	41,0
2008.03	226,3
2008.04	265,5
2009.01	-243,8
2009.02	-195,3
2009.03	-57,8
2009.04	-46,5
Consolidado 2007.04/2009.04	10,4

Fonte:FED

No caso brasileiro, foi realizado um *swap* de US\$30 bilhões, no final de outubro de 2008, com acordo de recompra para o final de abril de 2009. Segundo o BACEN, a linha não estava

⁸ Os prazos de recompra variavam de *overnight* à três meses.

⁹ Nos anos de 2010 e 2011, novas linhas de *swaps* cambiais voltaram a ser realizadas.

condicionada a determinada política econômica e seu uso se daria “*para incrementar os fundos disponíveis para as operações de provisão de liquidez em dólares*”¹⁰.

Fluxos Internacionais de Comércio

Alguns autores, como Akyuz (2012; p. 33) defendem que o comércio internacional foi o mais importante fator de difusão da crise. Em suas palavras:

“o comércio tem sido de longe o canal mais importante de transmissão dos impulsos deflacionários da crise global, tanto para exportadores de manufaturados quanto commodities. Depois de vir crescendo aproximadamente 10% a.a. durante os anos anteriores à crise, o volume do comércio mundial passa a cair de maneira severa no último trimestre de 2008 e no primeiro semestre de 2009. Apesar da recuperação subsequente, registrou um declínio de cerca de 13% no ano (2009)”.

Antes de se analisar mais detalhadamente o papel do comércio internacional como difusor da crise norte-americana cabe uma breve reflexão sobre a relação entre o nível de atividade mundial e o comércio internacional. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a queda nas exportações reais globais entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 foi de aproximadamente 15%, contra uma queda mundial do PIB de 3,7%. A explicação para o fato de a crise afetar mais fortemente o comércio do que a produção é objeto de um amplo debate, no qual múltiplos fatores são apontados como seu principal determinante. Entre os fatores que aparecem de forma mais recorrente estão: (i) a restrição de crédito e aumento na percepção de risco, principalmente o associado ao comércio internacional; (ii) recrudescimento de políticas protecionistas; (iii) impacto direto no comércio de variáveis reais, tais como a queda simultânea no nível de atividade dos países OECD e redução significativa dos preços relativos dos bens comercializáveis (commodities), com destaque para o petróleo; (iv) proeminência de novos padrões na divisão internacional do trabalho caracterizada pela crescente formação de cadeias globais de produção.

Os efeitos da retração do comércio internacional sobre o comércio exterior brasileiro e seus impactos sobre o nível da atividade econômica no país serão examinados com mais detalhe no capítulo 3 desta dissertação. Antes, entretanto, vale registrar que usualmente, alguns fatores são destacados como importantes elos de transmissão entre retração de exportações e redução do nível de atividade econômica. São eles: (i) os movimentos na taxa de câmbio, (ii) as variações nos termos de troca, (iii) a composição dos fatores utilizados na produção dos

¹⁰ BACEN: nota à imprensa (29/10/2008) acessível em: <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=1905&idpai=NOTICIAS>

bens exportáveis e a distribuição de seus respectivos rendimentos; e (iv) o peso das exportações na composição da demanda agregada do país.

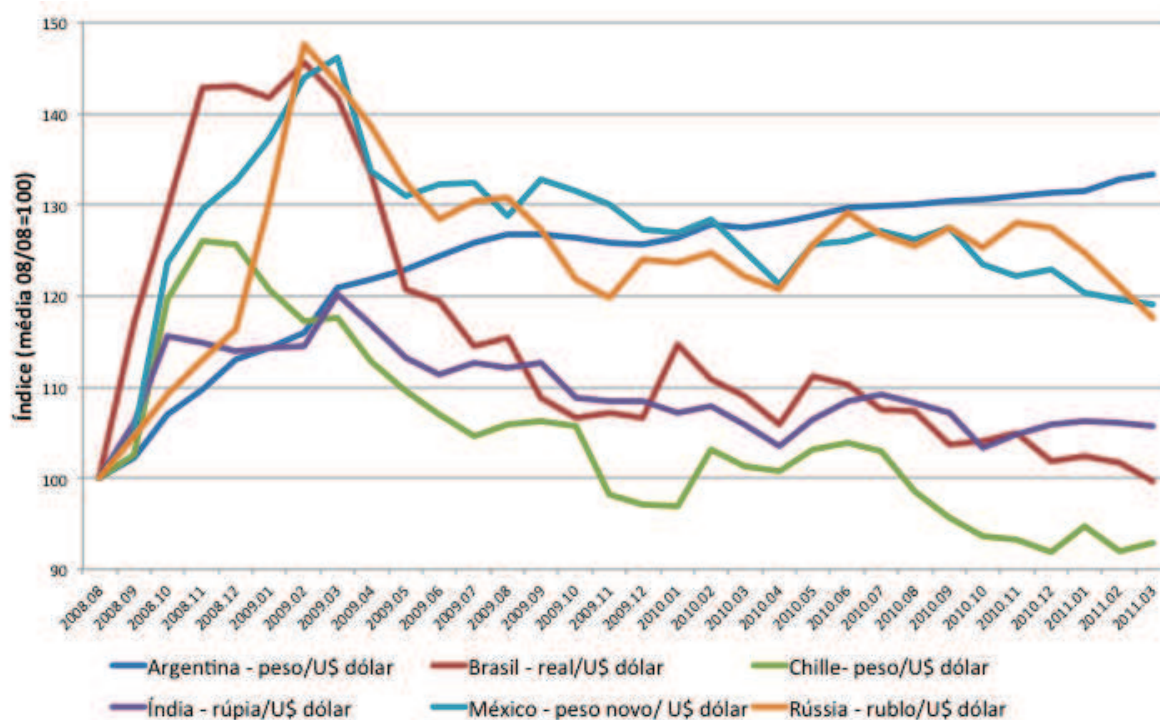
A comparação feita a seguir baseada nos dados relativos ao comércio internacional dos países emergentes e/ou em desenvolvimento (PEDs), sugere algumas generalizações¹¹ interessantes.

(a) Os países emergentes adotam várias gradações de intervencionismo no mercado cambial. De maneira geral, os países asiáticos administram suas taxas de câmbio de forma a assegurar resultados robustos no balanço de pagamentos e em suas reservas, enquanto que a maioria dos países latino-americanos deveria exibir, em teoria, maior flexibilidade uma vez que suas taxas de câmbio estão associadas a um modelo de gestão macroeconômico que têm como um de seus alicerces o câmbio flutuante.

Como já registrado, a crise deflagrada no segundo semestre de 2008 produziu uma redução acentuada do fluxo de capitais direcionado aos PEDs, o que, por sua vez, gerou pressão na direção da depreciação cambial. De fato, as taxas de câmbio das economias em desenvolvimento mais importantes apresentaram, então, variação significativa, à exceção da China cuja taxa de câmbio foi pouco afetada pela crise. De agosto de 2007 a março de 2008, as moedas de países emergentes como México, Brasil e Rússia depreciaram-se em relação ao dólar em cerca de 40%. A inversão desta tendência, apesar de heterogênea, foi relativamente rápida, tal qual o observado para os fluxos de capitais. Como aponta o gráfico que se segue, as taxas de câmbio (moeda local/dólar) do, Brasil, do Chile e da Índia retornaram ao patamar vigente antes da quebra do Lehman Brothers, já no final de 2010. Por seu turno as taxas de câmbio da Rússia e do México estabilizaram-se em um patamar aproximadamente 20% superior ao nível anterior à crise.

¹¹ Note-se que essas generalizações dizem respeito aos fatores (i) e (ii) acima apresentados. Os fatores (iii) e (iv) não são explorados porque não são passíveis de generalizações. No capítulo dois estes pontos serão devidamente explorados levando-se em consideração exclusivamente o caso brasileiro.

Gráfico 3 - Evolução das Taxas de Câmbio Nominais

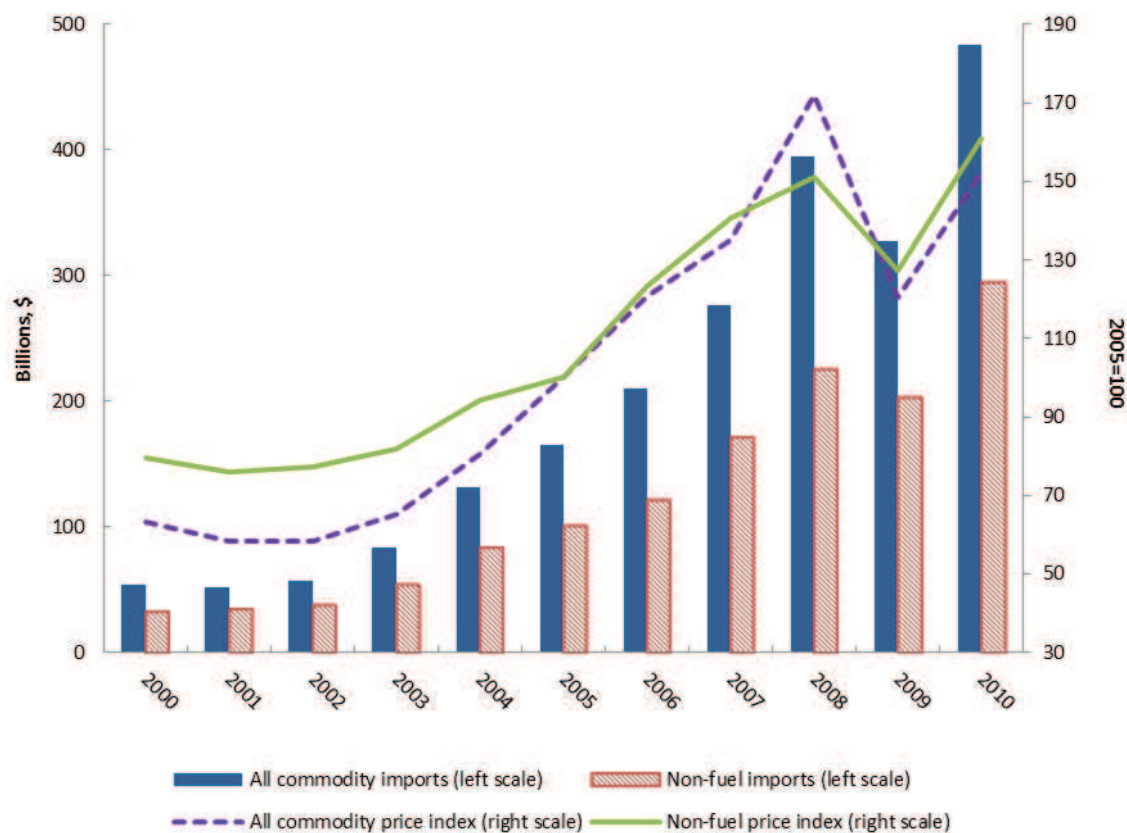


Fonte: FMI; elaboração própria.

(b) Os termos de troca são definidos pela relação entre os preços das exportações e os preços das importações de um país. Em consequência, em economias em que as *commodities* são parcela relevante de suas vendas externas, a dinâmica dos preços internacionais de tais produtos influencia fortemente o comportamento de seus termos de troca. Esse é o caso da maior parte dos PEDs, fato que justifica a análise da evolução dos preços das *commodities* apresentada a seguir.

A partir de 2003, as condições favoráveis de liquidez internacional e a aceleração do ritmo de crescimento global estimularam o crescimento dos preços das *commodities* no mercado mundial. Note-se que o crescimento dos países emergentes e/ou em desenvolvimento (PEDs) também exerceu grande influência neste processo, com destaque para o crescimento da China que, ademais apresentar taxas muito elevadas por um longo período de tempo, é intensivo em importações de *commodities*. Outro fator que favoreceu o aumento dos preços das *commodities*, no contexto de aquecimento econômico global, foi a combinação de baixos estoques globais de *commodities* com relativa rigidez da oferta frente aos estímulos do crescimento da demanda.

Gráfico 4 - Preços das Commodities e Importações Chinesas de Commodities, 2000-2010.



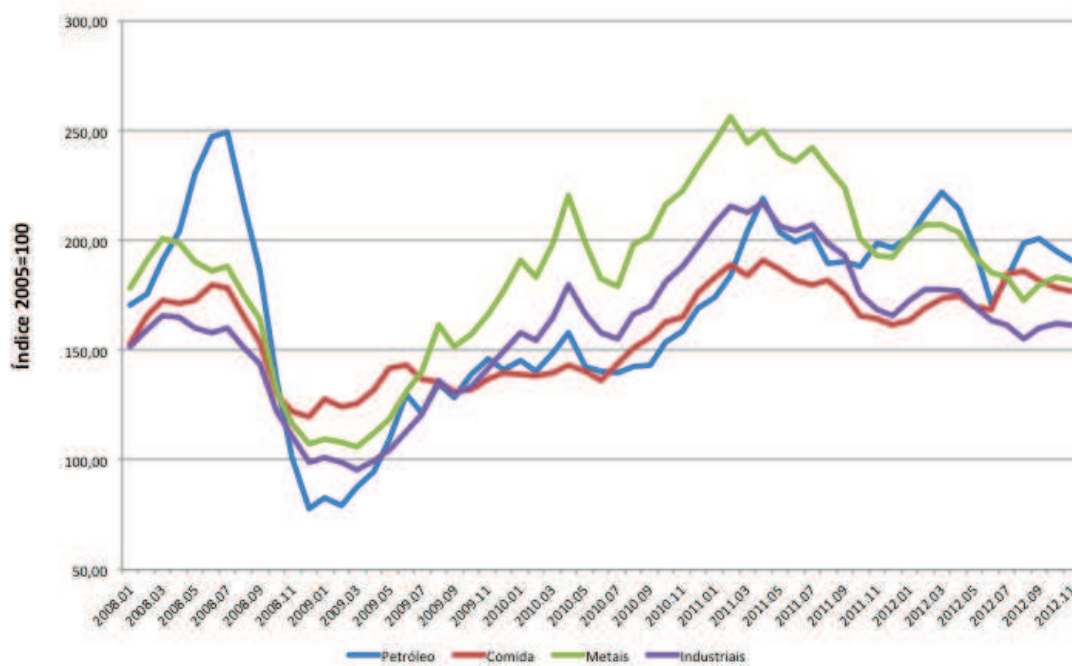
Fonte: UNCTAD, *UNCTADStat* e FMI WEO (setembro de 2011); elaboração: Akyuz (2012).

A crescente tensão financeira nos EUA já estava visível, desde o início de 2007. Contudo, a reversão do crescimento dos preços das *commodities* veio a manifestar-se somente em agosto de 2008. Dadas essas circunstâncias, Akyuz (2012) defende a tese de que a queda nos preços das *commodities* se deveu mais a uma mudança nas expectativas de seus preços futuros e menos aos efeitos da crise, cuja gravidade ainda não havia sido de todo detectada, antes da quebra do *Lehman Brothers*. Todavia, após tal falência a desaceleração da economia aprofundou-se e a queda dos preços das *commodities* tornou-se ainda mais aguda. De fato, como registra Aykus, no final de outubro de 2008, os preços das *commodities* agrícolas (alimentos) e do petróleo estavam 27% e 45% abaixo de seus preços de pico, respectivamente.

A demanda chinesa, que havia sido determinante para a alta dos preços das *commodities* desde o começo da década de 2000 até agosto de 2008, tornou-se então, como seria de se esperar, um fator importante para a reversão dessa tendência. Contudo, a partir do segundo

bimestre de 2009 os preços das commodities voltam a subir, concomitantemente à retomada dos fluxos de capitais direcionadas ao PEDs e à desvalorização do dólar (ou a valorização das moedas dos países emergentes frente ao dólar).

Gráfico 5 - Evolução dos Preços das Commodities



Fonte: <http://www.indexmundi.com/>; elaboração: própria.

1.2 Brasil: Efeitos da Crise

1.2.1 Efeitos sobre o Câmbio, Mercado Financeiro e Empresas

Argumenta-se, com frequência, que a situação externa da economia brasileira, traduzida principalmente em um nível elevado de reservas em moedas fortes (superior a US\$250 bilhões) e uma dívida pública desdolarizada, blindou, em certa medida, a economia dos efeitos iniciais da crise. Contudo, decerto, o país não permaneceu imune aos seus efeitos. Identificar os principais canais de transmissão da crise financeira externa para a atividade econômica interna tornou-se, então, objeto de debate na literatura econômica e, de acordo com muitos autores, a desvalorização cambial foi o fator proeminente naquele processo. Castillo (2009), por exemplo, sustenta que a desvalorização do real frente ao dólar, iniciada em setembro de 2008, foi o fator mais relevante na hierarquia dos canais de transmissão, sobrepujando outros elementos, tais como o aumento da remessa de capitais para o exterior, a contração do crédito internacional e a forte queda dos investimentos diretos estrangeiros (IDE).

Os efeitos negativos de uma depreciação cambial sobre a economia ocorrem, de maneira geral, mediante o encarecimento do crédito externo (que entre outras coisas precariza a situação das empresas nacionais endividadas em moeda estrangeira ou dependentes de crédito externo) e por meio da inflação e da deterioração dos termos de troca. Todavia, na crise de 2007-2008, a desvalorização do real impactou a economia brasileira (e outras economias emergentes) por outra via, qual seja, a imposição de perdas significativas a um conjunto de empresas que vinham especulando com derivativos cambiais. A seção que se segue pretende examinar mais de perto este último ponto.

O “Subprime Verde e Amarelo”

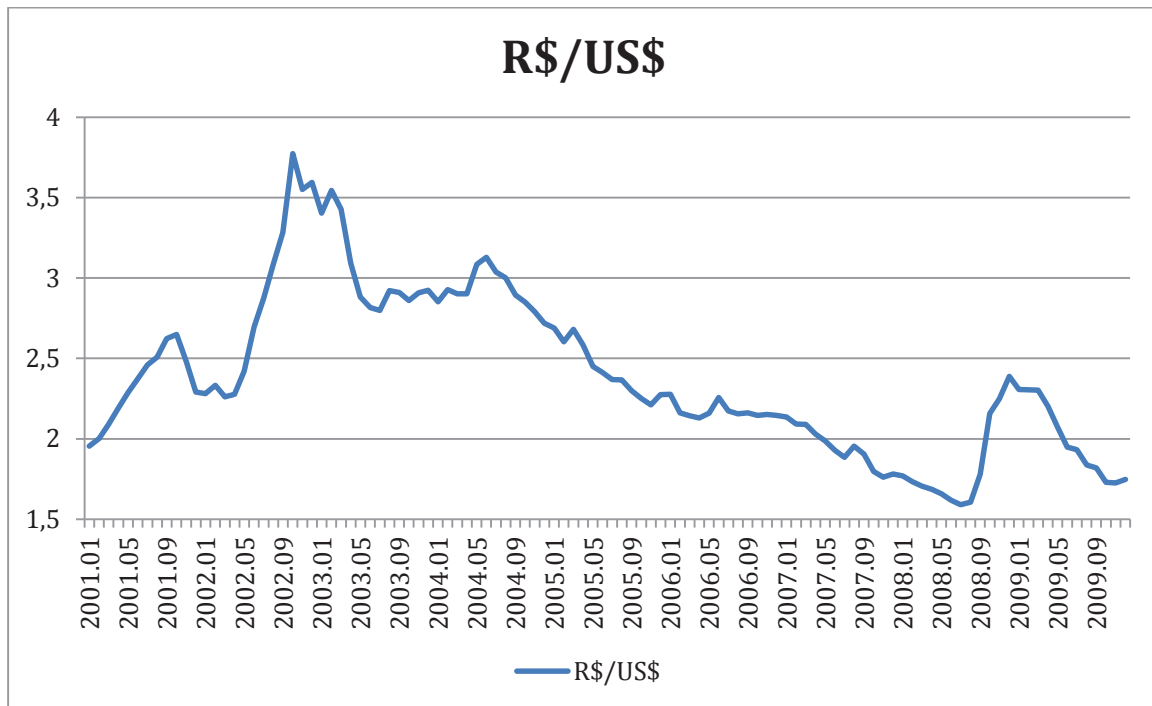
Inicialmente, os derivativos¹² difundiram-se como instrumentos financeiros, para a cobertura de riscos associados a variações de câmbio e de juros, após a ruptura do padrão monetário Dólar Ouro, resultado dos acordos de *Bretton Woods*. No entanto, a utilização destes instrumentos superou em muito o propósito original, dado que eles passaram a ser utilizados, crescentemente, como estratégia de obtenção de ganhos de capital. Por essa razão parece útil diferenciar brevemente a utilização dos derivativos para *hedge* (proteção) e para a especulação. Segundo Farhi (1999; p.94-95), “*as operações de cobertura de riscos (hedge¹³) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista*”. Ao contrário ocorre especulação quando há “*posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato*”.

A evolução da taxa de câmbio na década de 2000 (ver Gráfico 6) registra uma tendência de apreciação do real que se inicia em outubro de 2002. Para as empresas exportadoras tal tendência é perversa por reduzir, por um lado, a receita de suas vendas em moeda nacional e, por outro lado, a competitividade externa de suas mercadorias, principalmente quando sua produção demanda majoritariamente insumos domésticos.

¹² Dodd e Griffith-Jones (2007: 13) definem um derivativo como “um contrato financeiro que tem seu valor derivado do preço de um ativo, mercadoria, índice, taxa ou evento. São chamados comumente de futuro, opção e swap, e estão, muitas vezes incorporados em títulos híbridos ou estruturados”. Em outras palavras, um derivativo negocia no presente um valor futuro de outro ativo.

¹³ No caso específico de *hedge* cambial, uma variação na taxa de câmbio deve fazer receitas e custos variarem na mesma direção, sem que a empresa protegida apresente ganhos ou perdas.

Gráfico 6 - Evolução da Taxa de Câmbio R\$/US\$



Fonte: IPEADATA

Para as empresas exportadoras cuja rentabilidade vinha sendo afetada pela apreciação do real, a relativa regularidade no comportamento da taxa de câmbio gerou incentivos para buscar lucros não operacionais, estratégia que, muitas vezes, resultou em presença mais ativa no mercado de derivativos cambiais. No que se refere à questão da relação *hedge*/especulação, cabe dizer que, do ponto de vista microeconômico, para as empresas fazia sentido buscar proteção contra a contínua apreciação do real. Isso significa que a demanda por derivativos não é, *per se*, suficiente para identificar uma conduta especulativa, fato que requer a utilização de um critério quantitativo que contraponha o volume de divisas aplicado em derivativos ao montante de divisas resultante da atividade exportadora. Somente quando o primeiro ultrapassa o segundo é que se pode falar em conduta especulativa. Vale ainda lembrar que, no período que antecedeu a crise, algumas empresas não exportadoras também estavam operando com derivativos cambiais. Nesses casos em que as operações não visavam cobrir uma posição oposta no mercado, a aplicação em derivativos já é bastante para caracterizar conduta especulativa.

Antes de avançar a análise dos impactos das operações com derivativos sobre a economia brasileira, cabe detalhar a natureza das operações entre bancos e empresas que utilizavam o

Target Forward como principal tipo de contrato. Neste, era estabelecido um **valor-nocional** para a operação, por exemplo, US\$10 milhões, e um **valor-referência** (*strike*) da taxa de câmbio. Ao mesmo tempo, definia-se um prazo de vigência (geralmente de 12 a 24 meses) e, mês a mês, pagava-se a diferença entre o câmbio observado e o *strike*. Assim, caso o *strike* fosse 1,50 R\$/US\$, e o câmbio observado no mês fosse 1,45 R\$/US\$, o banco deveria pagar a empresa um montante correspondente ao valor nocional multiplicado pela diferença entre o valor de referência (*strike*) e a taxa de câmbio de fato praticada [US\$10 milhões x (R\$1,50 – R\$1,45)]. Em princípio essa é uma operação que protegeria as empresas exportadoras da valorização do real. Isso porque, tal valorização implicaria em possível redução de receita em reais advindas das exportações, todavia compensadas por ganhos financeiros resultantes do aumento do diferencial entre taxa de referência (*strike*) e taxa de câmbio efetivamente praticada.

O principal problema desse contrato, que viria a ser o principal argumento das empresas prejudicadas, explicitado quando de suas litigâncias contra os bancos, era a falta de simetria de condições entre as partes contratantes. Esta assimetria se assentava nos seguintes mecanismos: (i) a empresa assumia duas vezes a posição vendida em dólar futuro, ou seja, se o dólar atingisse um valor maior que o valor de referência (*strike*) a empresa pagaria duas vezes a diferença, enquanto que na situação contrária o banco pagaria apenas uma; (ii) para as empresas não havia limite para as perdas: elas deveriam cumprir o contrato até o fim do período estipulado, ao passo que os bancos contavam com uma cláusula de limite automático referenciado a um dado nível de perdas acumuladas (exemplo: o contrato ficava suspenso, caso as perdas do banco atingissem 20% do valor-nocional).

Conhecidos os termos gerais do contrato, uma pergunta se torna inevitável: em condições contratuais tão desiguais e favoráveis aos bancos, que razões levavam as empresas a assumir posições tão arriscadas? É possível encontrar indícios de que as empresas acabaram por adotar gestões temerárias atraídas: (i) por uma solução financeira aparentemente fácil num contexto em que seu negócio principal era negativamente afetado pela valorização do real, explicação que cabe para o caso das empresas exportadoras, ou (ii) por ganhos com especulação no mercado de câmbio, caso que cabe tanto para empresas exportadoras, quanto para as não exportadoras. Em ambas as situações se faz necessário supor que as empresas confiavam nas previsões de contínua valorização do real ou que, ademais disso, não estavam

atentas ou até mesmo desconheciam as fórmulas de cálculo dos produtos que estavam adquirindo.

Esse último ponto, apesar de surpreendente, pelo menos no caso das grandes empresas exportadoras que supostamente deveriam contar com departamentos financeiros sólidos, aparece nos depoimentos de gestores de empresas fortemente afetadas pela crise. Assim, por exemplo, matéria publicada no jornal “Valor Econômico” (Valenti, 2012) registra a seguinte afirmação do diretor financeiro da Aracruz Celulose *“será muito complicado explicar para o comitê que fizemos um caminhar do produto sem dominar sua fórmula de cálculo”*. E na mesma matéria o jornalista responsável informa que: *“nesses novos contratos, difundidos pelos bancos entre empresas brasileiras, ..., a falta de clareza era tão grande que, quando o conselho da Aracruz foi notificado, foi necessário chamar um consultor externo que passou um fim de semana inteiro, dia e noite, fazendo cálculos para uma primeira estimativa das perdas”*.¹⁴

Vale ainda registrar que algumas empresas, principalmente as não exportadoras (Tok&Stok, por exemplo), alegaram que muitos de seus contratos com derivativos cambiais estavam associados a concessão de empréstimos por parte dos bancos e que, na verdade, o prêmio pago enquanto o dólar permanecia desvalorizado se dava na forma da redução da taxa de juros do crédito concedido. Novamente neste caso, o risco cambial estaria velado pela complexidade do contrato. Por outro lado, se o argumento das empresas for fidedigno, a realização de operações tão arriscadas e desfavoráveis pode ser, em alguma medida, um efeito colateral da alta dos juros promovida pelo Bacen, em 2008. Pressionadas por problemas de liquidez em um contexto de elevação da taxa de juros, estas teriam optado por operações de alto risco buscando reduzir custos de financiamento.

Em função das perdas associadas a contratos com derivativos cambiais muitas empresas entraram em litígio judicial com os bancos. Regra geral a justiça vêm considerando os contratos legítimos. De acordo com artigo do jornal “Valor Econômico” (Moreira, 2008), *“as decisões sinalizam que há uma jurisprudência em formação favorável aos bancos”*¹⁵. Os principais argumentos de defesa das empresas prejudicadas estão baseados no desequilíbrio

¹⁴ Anatomia de Um Desastre. *Jornal Valor Econômico*. 14/12/2012.

¹⁵ BNDES prevê ajuda para 200 empresas. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 13 de novembro 2008.

dos contratos, antes comentado, na teoria da imprevisibilidade¹⁶ e, por fim, na má-fé dos bancos ao oferecer operações com derivativos a empresas sem o “perfil adequado”. Há ainda o argumento de que os produtos eram vendidos às empresas (principalmente as não exportadoras) como contrapartida de empréstimos e seu prêmio convertido em redução na taxa de juros.

Não se conhece a magnitude real das perdas relacionadas às operações com derivativos cambiais. Grande parte destas operações foram realizadas nos mercados de balcão *on-shore* (doméstico) e *off-shore* (internacional). Em mercados de balcão as operações são feitas sob medida, pelos bancos e seus clientes. No caso do mercado *off-shore*, por trata-ser de um mercado internacional desregulado, não há transparência e inexistem registros oficiais sobre o volume de operações. Quanto ao mercado *on-shore*, apesar de as operações serem registradas na CETIP, não é possível determinar quem está comprado ou vendido, pois se divulga apenas o montante total das operações, impossibilitando assim a identificação da posição líquida dos agentes. Além do mais, a maioria das empresas não é de capital aberto e, em consequência, seus prejuízos somente foram conhecidos quando entraram em disputa judicial. Segundo Farhi e Borghi (2010, p.14), “*no final de outubro de 2008, o diretor de Relações com os Participantes da Cetip, Jorge Sant’Anna, informou que havia mais de quinhentas empresas envolvidas nos derivativos de câmbio*”.

Todavia, é sabido que as perdas das empresas produtivas (exportadoras e não exportadoras) associadas a operações com derivativos cambiais foram muito elevadas. Entre estas empresas estavam gigantes como Sadia, Aracruz, Votorantim e Vicunha, além de firmas de porte médio de capital fechado. Note-se que os primeiros anúncios de perdas foram divulgados no período de aprofundamento da crise, isto é, quase que imediatamente após a quebra do Lehman Brothers. Em uma conjuntura marcada pela elevação da aversão ao risco, os impactos macroeconômicos desses prejuízos foram amplificados. De acordo com Farhi e Borghi (2010) isso foi consequência de três fatores principais, a saber: (i) agravamento da desvalorização e da volatilidade do real, que já vinha sendo afetado pela crise; (ii) elevação do risco de crédito resultante da possibilidade de as empresas não conseguirem honrar suas

¹⁶ Neste caso os processos que se basearam na teoria da imprevisibilidade argumentaram que a valorização do dólar, que foi de R\$ 1,55 para R\$ 2,40, seria um evento imprevisível, gerador de desequilíbrio, o que autorizaria a revisão dos contratos.

dívidas com os bancos¹⁷; e (iii) perda de credibilidade generalizada nas empresas, devido às operações pouco transparentes que vinham realizando. Isso significava maiores custos de captação para a obtenção de novos empréstimos e para a renovação de antigos.

Quando os problemas associados aos derivativos cambiais ficaram evidentes, o BNDES desempenhou um papel ativo relevante, coordenando a busca de uma solução capaz de mitigar os efeitos da crise sobre o setor produtivo e sobre o sistema bancário do país. De acordo com Coutinho, o presidente do BNDES, houve então uma tentativa de se articular “*o BNDES com a banca privada para evitar que esta entregasse à própria sorte empresas que ficaram seriamente avariadas com perdas de derivativos de câmbio*”¹⁸.

Os bancos envolvidos nas operações com derivativos eram poucos e, em sua maior parte, instituições de grande porte. Contudo, os problemas emanados de tais operações aumentaram as incertezas no mercado de crédito doméstico, o que foi acompanhado por redução de liquidez e falta de *funding* no mercado interbancário. Esse fato pressionou os pequenos bancos, incentivando-os a buscar o resgate de créditos não associados a derivativos cambiais concedidos a pessoas jurídicas. Isso se tornou um problema adicional. De fato, uma vez que tais bancos decidissem resgatar seus créditos simultaneamente e em um espaço curto de tempo poderiam “asfixiar” as empresas e torná-las insolventes. Foi nesse cenário que se deu a ação do BNDES, em uma dimensão que Coutinho classificou como “qualitativa”. O Banco passou a programar e organizar a saída dos pequenos bancos e suprir os “espaços” por eles deixados.

Em relação aos bancos de grande porte, que concentravam as operações com derivativos cambiais, havia consenso de que eles eram corresponsáveis pelo problema e que a liquidação dos créditos nos termos dos contratos assinados implicaria insolvência das empresas devedoras, circunstância que não interessava às partes envolvidas. Nesse caso, a ação do BNDES se deu no sentido de “*interromper o processo cumulativo de perdas, negociando uma taxa de câmbio de encerramento das posições de modo a estabelecer um montante*

¹⁷ Sobre esse ponto Farhi afirma : “*Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator determinante no forte empocamento de liquidez nas operações interbancárias e na acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, inclusive nas que possuíam um sistema bancário que não estava diretamente ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional*”

¹⁸ Entrevista publicada em *Cadernos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, jul.-dez. 2011.

*devido e partir para o seu financiamento a prazo*¹⁹. Assim, os grandes bancos, mesmo num quadro de contínua valorização do dólar que lhes era favorável, tiveram que definir, em acordo com o BNDES, uma taxa de câmbio que viabilizasse o encerramento das operações sem quebrar as empresas envolvidas. Isso significou definir um limite superior para a taxa de câmbio capaz de preservar o ganho dos bancos e simultaneamente impedir a quebra das empresas. Rejeitar essa solução seria dar prosseguimento ao processo cumulativo de perdas das empresas cujo resultado seria seu *default* e aumento de risco financeiro sistêmico.

A intervenção do BNDES se deu de forma continuada do quarto trimestre de 2008 até o final de 2009 e, de acordo com Coutinho, foi caracterizada por iniciativas não associáveis a *moral hazard* (risco moral), uma vez que propiciaram uma saída para os bancos sem custear os prejuízos das empresas. Em outras palavras, o BNDES renovou certos créditos a empresas e pequenos bancos sem, contudo, cobrir suas perdas. A partir do ponto no qual supostamente já não haveria mais o risco de crise no setor bancário, o BNDES voltou a intervir na reestruturação patrimonial das empresas mais afetadas, possibilitando a capitalização e “recriação” de empresas saneadas e com capacidade de investir.

¹⁹ Entrevista com Luciano Coutinho. Ver nota anterior.

2 Políticas Monetária e Fiscal

2.1 Evolução Macroeconômica Recente

A economia brasileira viveu dois regimes de acumulação distintos, a partir da segunda metade do século XX. O primeiro, correspondente ao período desenvolvimentista (ver Bielschowsky e Mussi, 2012), tinha como foco central de política econômica o crescimento e, mais especificamente, o avanço da capacidade produtiva industrial. O segundo regime teve início na crise internacional de 1979, quando a substancial elevação dos juros pelo FED americano empurrou o mundo para uma recessão e posteriormente, mediante a combinação dos efeitos dos juros sobre a atividade comercial e sobre os fluxos financeiros (elevação das rendas de juros e redução do financiamento externo) acabou gerando crises de balanços de pagamento na periferia do capitalismo internacional. A moratória mexicana de 1982 foi um evento particularmente dramático nesse processo. Isso porque interrompeu o fluxo de novos financiamentos voluntários para a América Latina e impeliu o continente, como um todo, para um período de estagflação, caracterizado por altas taxas de inflação. O Brasil foi um caso particularmente exacerbado, em termos de elevação das taxas de inflação, ainda que não particularmente original quanto ao baixo crescimento econômico.

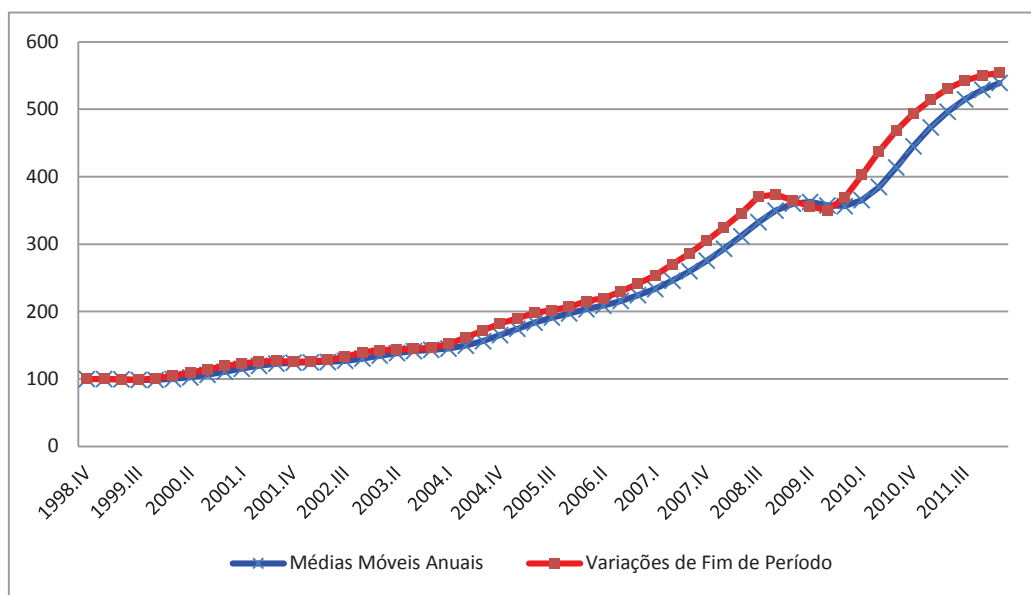
Assim, como a crise dos anos 1980 refletiu uma violenta deterioração das condições externas da economia, o retorno das economias latino americanas ao mercado financeiro internacional foi fundamental para os processos de estabilização observados em todo o continente. Esse retorno resultou da combinação de renegociação/securitização das dívidas externas com um novo ciclo expansivo dos fluxos financeiros dos países desenvolvidos (ver Bastos 2001). A despeito das especificidades brasileiras como, por exemplo, a existência de um complexo e eficiente sistema de indexação das variáveis econômicas nominais relevantes, o Brasil seguiu uma trajetória similar a de outros países do continente, não só no que se refere aos efeitos da crise externa, como também no que diz respeito às consequências do novo ciclo de inserção financeira internacional. Aqui, como no resto do continente, a partir dos anos de 1990 as políticas dominantes passaram a ter um corte neoliberal em que os principais alvos são a estabilidade de preços, a liberalização financeira externa e a redução da intervenção estatal. A adoção de políticas próprias a esse ideário, combinada a uma situação internacional instável, produziu taxas de crescimento não muito distintas daquelas registradas no período de crise externa dos anos de 1980.

Todavia, a partir de 2004, observa-se uma inflexão nessa trajetória com uma aceleração do crescimento econômico (ver Gráfico 7). Não se busca aqui discutir e contrastar interpretações acerca de uma eventual mudança de regime de crescimento. De forma geral, é possível identificar leituras que atribuem a retomada do crescimento econômico à emergência de um novo padrão, cuja dinâmica está baseada em variáveis endógenas, tais como a mudança na distribuição de renda e o reforço de políticas sociais (Barbosa Filho e Souza, 2010), ou o fortalecimento do mercado de consumo de massas (Bielschowsky e Mussi, 2012). Outras leituras vêem a retomada como simples consequência de um ciclo de *commodities* e financeiro favorável. Por sua vez, algumas interpretações ortodoxas mais recentes sugerem que o crescimento mais elevado do período Lula resultaria do efeito defasado das reformas liberais adotadas nos anos de 1990, cuja consequência teria sido a elevação da produtividade total dos fatores.

Como a presente dissertação discute particularmente a questão da reação de política econômica à crise de 2008, ilustrar-se-á o parágrafo anterior enfatizando a aceleração do crescimento a partir de 2004, ainda que se focalize, quando necessário, o desempenho da economia a partir de 1999, ano de implantação do regime macroeconômico (o tripé metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante) que prevaleceu na década subsequente.

Os dados do gráfico abaixo (números índices do PIB trimestral) são apresentados em duas formas: (i) a primeira com os índices representando crescimentos reais entre valores de pico a cada quatro trimestres; (ii) a segunda por valores de média a cada quatro trimestres seguidos, contra igual período anterior. Este último método tem como vantagem ser idêntico a forma como a variação do PIB é efetivamente calculada. Por sua vez, o primeiro reflete melhor as mudanças mais acentuadas de trimestre para trimestre e que acabam por ficar “diluídas” ou com uma inércia que, estatisticamente, retarda os pontos de inflexão na trajetória. A despeito dessas diferenças, ambas as metodologias mostram tendência à aceleração do crescimento a partir de 2004, forte reversão ao final de 2008 e pronta retomada, já em 2009.

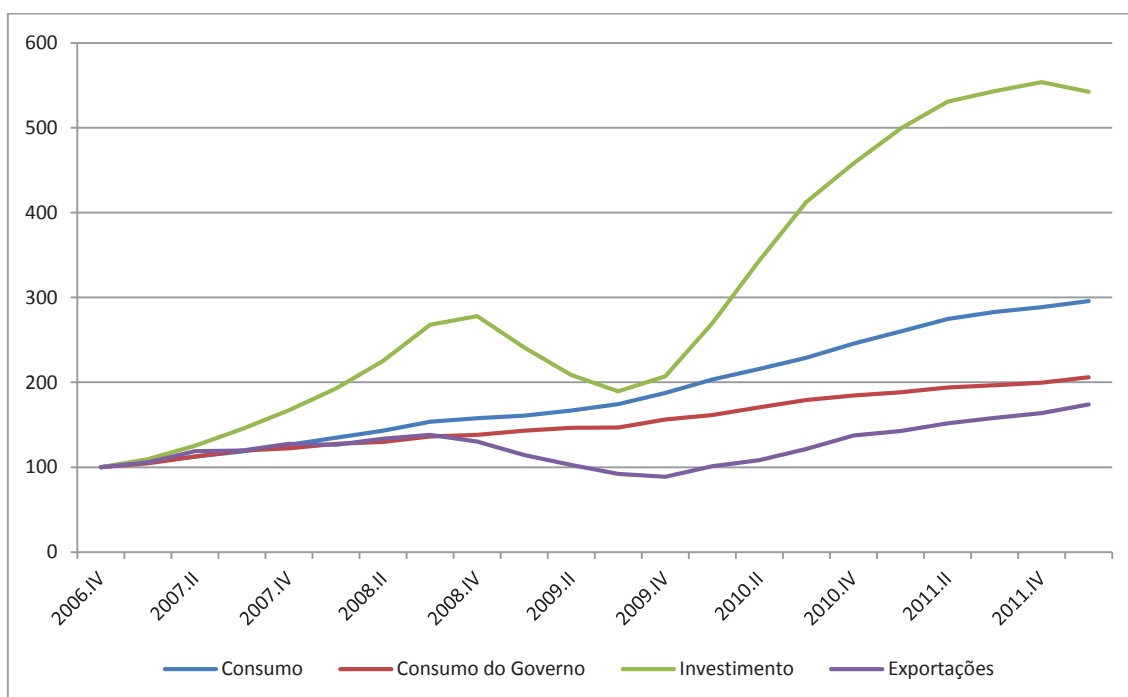
Gráfico 7- Evolução do PIB Trimestral 1998 – 2011



Fonte: elaboração própria a partir de dados do IBGE.

O gráfico anterior mostra que a aceleração do crescimento se deu de forma mais notável a partir de 2006. Por essa razão, este ano será tomado como ponto de partida para o exame do comportamento dos componentes (desagregados) da demanda no período 2006/11 (Gráfico 8).

Gráfico 8 - Evolução dos Componentes da Demanda Agregada



Fonte: elaboração própria a partir de dados do IBGE.

Como esperado, o gráfico anterior mostra que o investimento é o componente mais instável da demanda agregada. No período que antecede a crise de 2008, o investimento encontrava-se em plena aceleração, crescendo acima da demanda agregada. Tal resultado é previsível em termos macroeconômicos visto que, após um período de baixo crescimento, o crescimento já vinha se acelerando desde 2004, o que estimulou a criação de capacidade produtiva como resposta à elevação da demanda agregada, num determinado momento a taxas superiores ao do próprio crescimento da demanda. Como componente muito sensível a alterações na demanda agregada e às condições de crédito, o investimento tende a sofrer uma brusca retração no imediato pós-crise e, em seguida, recuperar-se rapidamente, alcançando taxas de crescimento semelhantes às anteriores. Esse comportamento fica ainda mais evidente quando se desconta a desaceleração registrada a partir do terceiro trimestre de 2012.

Por sua natureza, o consumo apresenta maior estabilidade quando comparado ao investimento. Contudo, no período analisado, sua trajetória foi semelhante à verificada para o investimento, a saber: redução da taxa de crescimento pela metade no período da crise, seguida de rápida recuperação. Assim como o investimento, o consumo também foi afetado negativamente pela desaceleração da economia pós 2011. Da recuperação pós-crise no último trimestre de 2009 até o primeiro trimestre de 2011, o consumo cresceu, em média, 6,8% ao trimestre.

Em função da natureza externa da crise internacional e de seus efeitos perversos sobre o sistema de financiamento exterior, as exportações brasileiras sofreram forte retração no segundo semestre de 2008. No entanto, a rápida recuperação observada já a partir de 2009, diferenciou a crise de 2008 das anteriores, com destaque para uma nova configuração do cenário internacional em que a China ganhou proeminência, dados o dinamismo de sua economia e seu papel como fonte de demanda internacional²⁰.

Finalmente, crescimento modesto do consumo público parece contestar, num primeiro momento, a hipótese de sua relevância como instrumento de ação governamental anticíclica. Entretanto, esta questão deve considerar a qualidade dos dados de finanças públicas das contas nacionais e, ademais, englobar a discussão sobre a relevância do investimento público e das desonerações fiscais, as quais aumentam a renda líquida disponível do setor privado. O

²⁰ O comércio exterior do país no período da crise será examinado mais de perto no capítulo 3 deste trabalho.

quadro a seguir sintetiza a análise anterior, mostrando o crescimento médio trimestral dos componentes da demanda agregada no período anterior a crise, na recessão e na recuperação²¹.

Tabela 2 – Variação dos Componentes de Gasto do PIB (em %)

	2007.I – 2008.I/II	2008.III/IV – 2009.III/IV	2009.III/IV – 2012.I
Consumo Privado	6,3	3,2	5,4
Consumo do Governo	4,5	1,9	3,4
Investimento	13,6	-12	11,1
Exportações	4,7	-8,5	5,1

Fonte: IBGE/SCN Elaboração Própria.

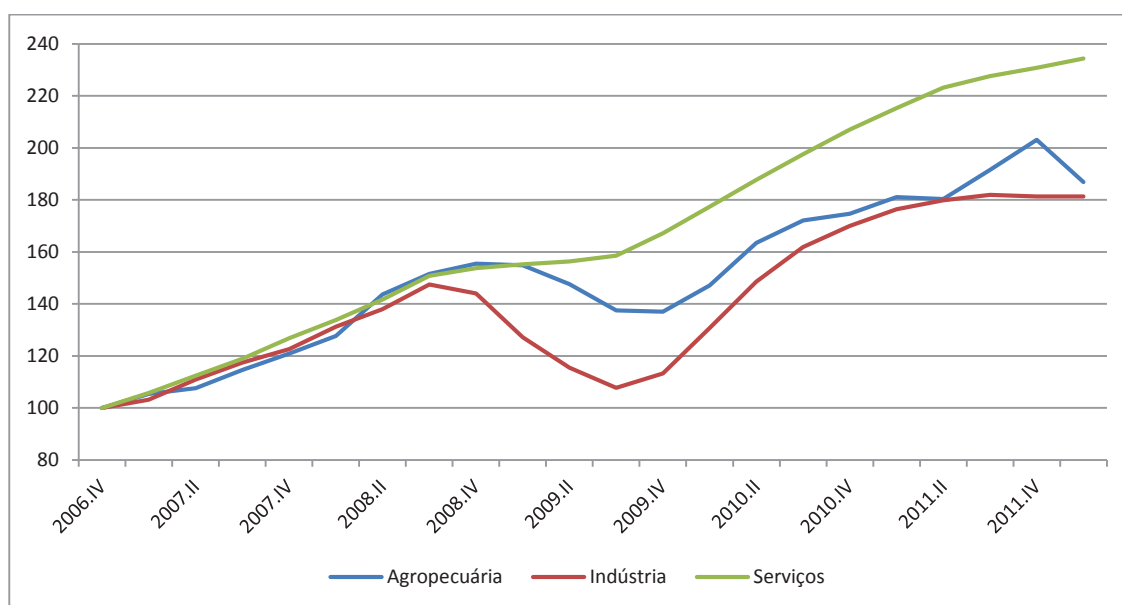
Evolução do Produto por Setor

A análise da evolução do PIB setorialmente decomposto sugere alguns pontos que merecem destaque. O gráfico a seguir indica que o crescimento dos três setores (agropecuária, indústria e serviços - medido por *quantum*) vinha apresentando desempenho semelhante até o último trimestre de 2008. Mais uma vez, o aprofundamento da crise internacional parece ser o ponto de inflexão da atividade econômica impactando, ainda que de maneira distinta, a trajetória de crescimento de cada um deles.

A análise da indústria (extrativa, construção e transformação) indica que os efeitos da crise foram particularmente severos para a atividade industrial, implicando uma redução de *quantum* mais expressiva do que a observada para os demais setores da economia. Vale ressaltar que o desempenho industrial pré-crise (do último trimestre de 2006 até o último trimestre de 2008) foi muito similar ao do restante da economia, ao passo que a recuperação antecedeu e foi mais rápida que a dos outros setores.

²¹ Conforme se vê no gráfico 8, os pontos de inflexão entre estes três períodos variam de acordo com cada componente da demanda agregada. Assim na tabela 2 são definidos intervalos com pequenas defasagens de tempo para cada uma das variáveis.

Gráfico 9 - Decomposição Setorial do PIB (índice de quantum, 2006.IV=100)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do IBGE.

A acentuada queda da indústria não chega a surpreender uma vez que ela depende fortemente do desempenho do investimento²² e das exportações, segmentos da demanda agregada que, na crise, sofreram as retrações mais severas. De maneira simétrica a recuperação destes dois componentes parece ter sido central para a reversão da atividade industrial. Entre o último trimestre de 2009, início da recuperação do setor, e o quarto trimestre de 2010 a indústria apresentou uma taxa de crescimento trimestral médio de aproximadamente 9,5%.

Tendo em vista a magnitude da variação do nível de atividade industrial no período focalizado, cabe analisá-la, ainda que brevemente, em um nível mais desagregado. Os dados expostos na tabela a seguir apontam os setores de “construção” e “eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana” como sendo os menos sensíveis à crise. Este resultado é compatível com o aquecimento recente do mercado imobiliário e com as obras de infraestrutura em andamento²³, além de corroborar a questão anteriormente discutida da relação de parcela da produção industrial com o comércio exterior, que afetou sobremaneira a indústria de transformação.

²² O investimento impacta a demanda por bens industriais, sobretudo a produção de bens de capital.

²³ Esse tema será discutido mais detalhadamente na seção (2.3.1-BNDES).

Tabela 3 - Indústria:
Taxa de Variação Trimestral Média (%)

	2007.I-2008.III	2008.III/2009.I II	2009.III/2010.I II
Ext. Mineral	4,3	-4,5	11,3
Transformação	5,8	-11,2	10,7
Construção	6,7	-1,9	12,5
Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	5,1	1,0	7,8

Fonte: IBGE/SCN - Elaboração Própria.

O setor agropecuário também apresenta uma queda significativa em seu nível de atividade. Segundo o Cepea (USP), em 2009, na produção agrícola, o clima afetou particularmente a produção de grão e fibras que recuou 6,35% abaixo da safra anterior. No entanto “*o clima não foi o único fator que provocou essa queda na produção. Problemas como endividamento elevado, escassez de crédito, disparada dos custos de produção no momento do plantio, em especial de fertilizantes, resultaram na redução do nível tecnológico de algumas lavouras*” (balanço CNA, 2009; p. 10).

Aparentemente, a queda nos preços de exportação da carne²⁴ e a redução do crédito foram as principais fontes de pressão sobre a pecuária. A queda nos preços de exportação produz um redirecionamento da carne (de exportação) para o mercado interno provocando uma pressão baixista sobre a carne desossada (o produto de exportação), diminuindo assim as margens dos frigoríficos²⁵. A indústria frigorífica que, de maneira geral, é muito dependente do crédito também foi fortemente afetada pela escassez de crédito e pelo aumento do seu custo de captação. Essas fontes de pressão acabam por impactar negativamente a produção pecuária.

Por fim, o setor de serviços foi o menos afetado pela crise. Para este setor não chegou a haver retração, apenas uma desaceleração que durou até o terceiro trimestre de 2009. A maior imunidade do setor à crise pode ser atribuída a algumas de suas características particulares. Grande parte dos serviços são *non-tradables* e conseqüentemente transacionados principalmente no mercado doméstico. Logo, sua trajetória está fortemente associada à

²⁴ De acordo com o balanço CNA (2009) em média os preços reais da produção agrícola e pecuária caíram 4,9%, e 0,87% respectivamente.

²⁵ Na verdade ocorre uma queda relativa dos preços da carne desossada frente à carcaça. Os frigoríficos têm altos custos fixos relativos à estrutura para a desossa.

evolução da renda doméstica. Outra característica inerente a este setor diz respeito ao fato de a elasticidade renda da demanda por serviços ser, no geral maior do que a elasticidade renda da demanda por produtos industrializados.

A desagregação do setor a partir dos dados do IBGE indica que na crise os segmentos de comércio e de transportes/armazenagem/correios foram os mais afetados, ao passo que o segmento de intermediação financeira, previdência e seguros foi o que apresentou crescimento mais expressivo. No período pós-crise este último segmento e o setor de comércio foram o que registraram maior recuperação (ver Tabela 4).

Tabela 4 – Taxa de Variação Trimestral Média (%)

	2007.I-2008.III	2008.III-2009.III	2009.III-2012.I
Interm. financeira e seguros	15,5	6,7	6,6
Serviços de informação	8,2	3,3	3,6
Outros Serv.	4,6	2,6	3,0
APU, educação pública e saúde pública	1,4	2,5	2,5
Serviços imobiliários e aluguel	3,5	1,7	1,8
Comércio	8,7	-3,5	6,8
Transporte, armazenagem e correio	7,5	-4,4	5,3

Fonte: elaboração própria a partir de dados do IBGE.

2.2 A atuação do Banco Central e a Política Monetária

As considerações que se seguem analisam em que proporção as políticas adotadas pelo Banco Central foram, ou não, importantes para contrabalançar os efeitos da crise econômica internacional que se agravou a partir do segundo semestre de 2008. Examinam um dos instrumentos primários da política monetária praticada pelo Bacen: o controle das taxas de juros, cujo resultado se expressa na evolução da Selic.

Adotado desde 1999, o modelo de condução de política macroeconômica baseado no “tripé” (regime de metas de inflação, meta de superávit fiscal primário e câmbio flutuante) subordina o manejo da taxa de juros pelo Bacen ao controle da taxa de inflação. De acordo com Bastos (2001), o *novo consenso* econômico, com o qual a política do Bacen está alinhada, acatou implicitamente a relação funcional descrita pela curva de Phillips. Em outras palavras, supõe que a aproximação do nível de produto efetivo do nível do produto potencial caracteriza uma situação de excesso de demanda, circunstância entendida como principal fonte de pressão

inflacionária. Nesse caso, um aumento na taxa de juros, funcionaria como fator de contenção da inflação, dado seu suposto impacto contracionista na demanda agregada.

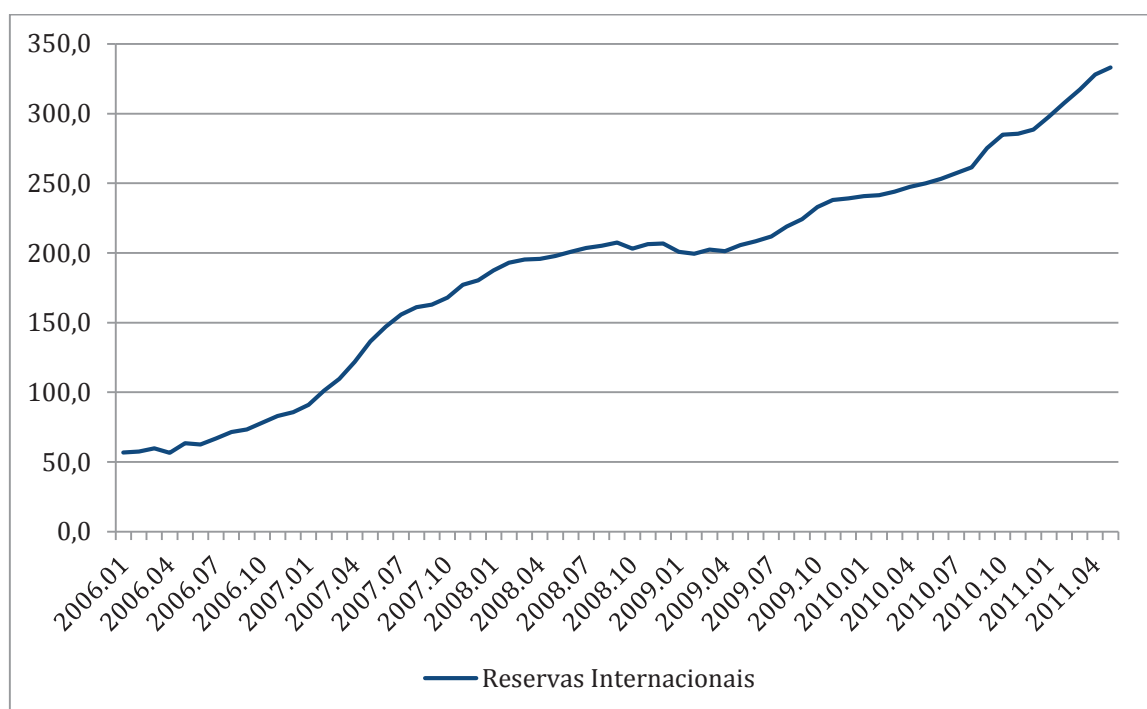
Entretanto, vale registrar que, apesar de a taxa de juros ter sido (desde 1999) um instrumento eficiente do ponto de vista estrito do controle da inflação, o canal de transmissão dos juros para o nível de preços não se faz diretamente via demanda, conforme defendem, regra geral, os adeptos do *novo consenso*²⁶. Em outras palavras, a taxa de inflação no Brasil não guarda uma relação regular e definida com pressões de demanda e parece estar mais ligada a fatores de custo. Este é o argumento utilizado por alguns autores, como, por exemplo, Summa e Serrano (2011, p.5):

“a tendência efetiva da inflação no Brasil depende das pressões de custo dos bens importados e exportáveis em dólares e da taxa de câmbio nominal, das mudanças nas regras dos preços monitorados, do impacto do rápido crescimento do salário mínimo (em termos nominais e reais) sobre alguns setores *non tradables* e intensivos em trabalho e não muito mais que isso”.

Da conclusão de que o câmbio desempenha um papel central no controle da inflação decorre a impossibilidade de se sustentar que o país pratica um regime de câmbio flutuante, conforme afirma o discurso oficial. Na verdade, o que se observa é um regime de flutuação suja. Isso parece ser ratificado pelo crescimento das reservas internacionais do Bacen nos anos que antecederam a crise (ver Gráfico 10), tendência incompatível com um regime de câmbio flutuante puro.

26 Ver tese de doutoramento de Summa, R.F. (2010)

Gráfico 10 - Reservas Internacionais (em US\$ Bilhões)

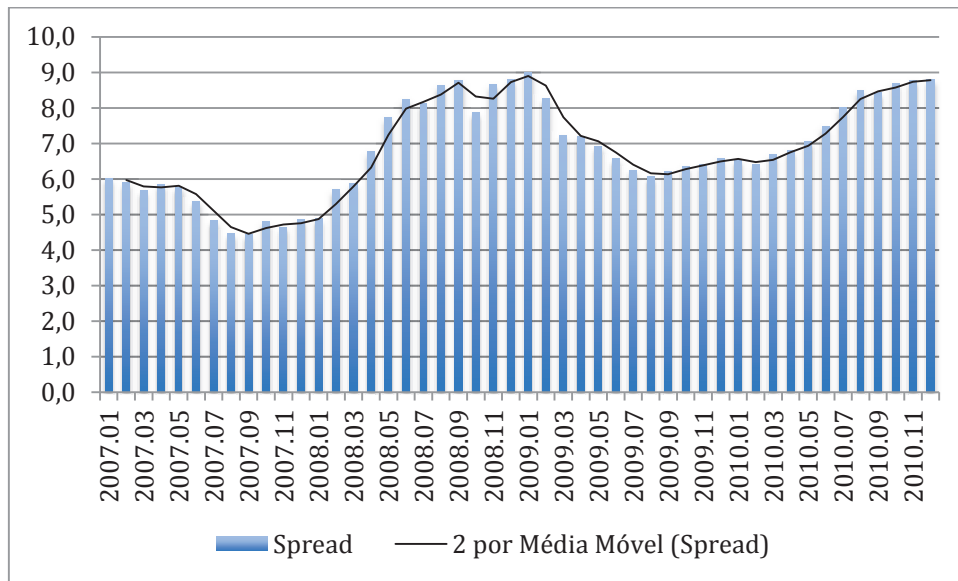


Fonte: elaboração própria a partir de dados do BACEN.

Em uma economia global com relativa mobilidade de capitais, uma elevação persistente do diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros externa (determinada pela taxa americana - *federal funds rate*, pelo risco país e pelas expectativas sobre o comportamento da taxa de câmbio) resulta em entrada líquida de capitais, o que impacta a taxa de câmbio e valoriza o real. De fato, como afirma Bastos (2011; p.135), “*ainda que se possa discutir em termos teóricos e empíricos a opção adotada pelo BCB para especificar a trajetória da taxa de câmbio, não há dúvida de que o diferencial entre os juros internos e externos é uma variável-chave para explicar o movimento cambial*”. Se assim é, a análise da política monetária deve privilegiar a análise do diferencial ente juros externos e internos.

Entre 2007 e 2009, a evolução do diferencial entre juros doméstico e juros externo apresentou algumas tendências, a saber: queda em 2007, crescimento em 2008 e reversão do crescimento em 2009. Sublinhe-se que os diferenciais de 2009 reduziram-se comparativamente aos observados em 2008, permanecendo, contudo, superiores aos verificados em 2007 (ver Gráfico 11).

Gráfico 11 – Evolução do Diferencial* 2007/09



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Bacen.

* Diferença entre a taxa Selic e a taxa de juros externa (*federal funds rate* e risco país)

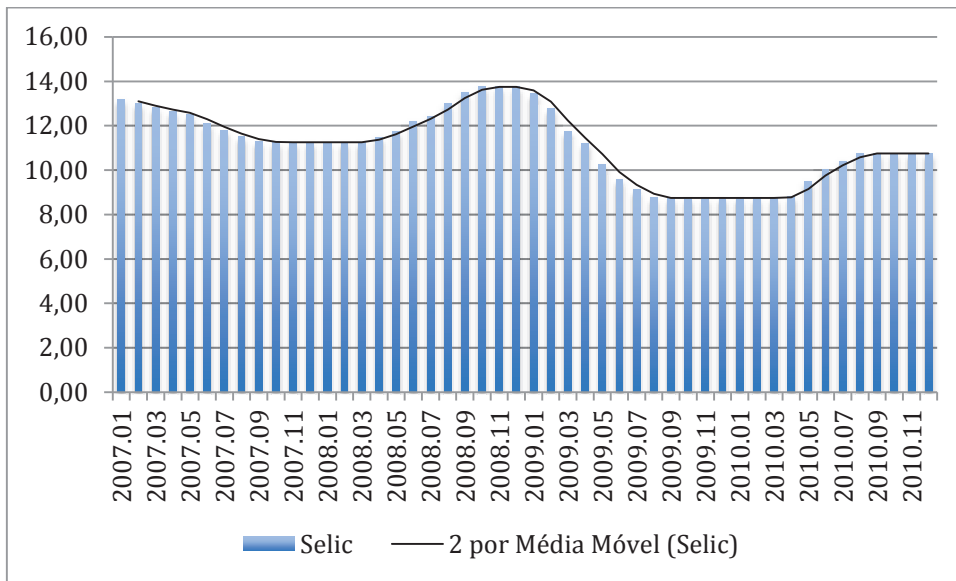
As tendências mais gerais observadas na evolução do *spread* no triênio 2007/09 resultaram, por óbvio, da conjugação do comportamento da Selic (ver Gráfico 12) e da taxa de juros externa (ver Gráfico 13), resumida no quadro que se segue:

Quadro 1 – Tendências da evolução do Spread* 2007/09

Tendência do comportamento do <i>spread</i>		Comportamento dos juros externo e interno (Selic)
2007	↓ (queda)	Relativa estabilidade da taxa de juros externa combinada com queda da taxa Selic.
2008	↑ (elevação)	<u>Jan/julho</u> : queda da taxa de juros externa combinada com elevação da Selic. <u>Ago/dezembro</u> : elevação da taxa de juros externa combinada com elevação mais acelerada da Selic.
2009	↓ (queda)	Queda da taxa de juro externa combinada com queda mais acelerada da Selic

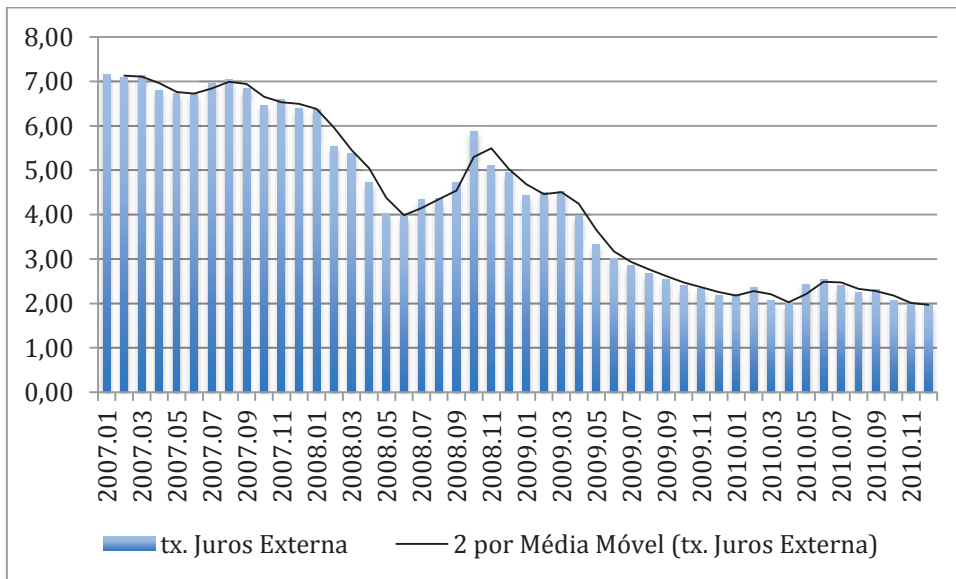
Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Bacen.

Gráfico 12 – Evolução da Selic 2007/09 (%)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Bacen.

Gráfico 13 – Evolução da Taxa de Juros Externa* 2007/09



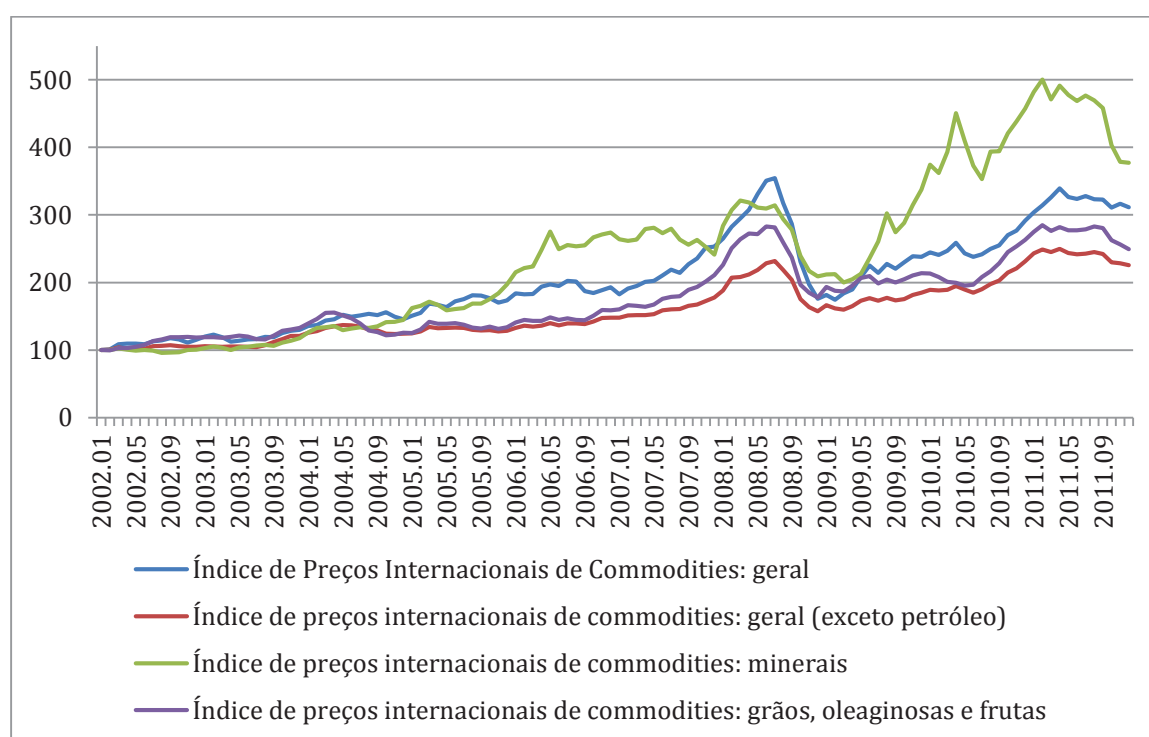
Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Bacen.

*Federal funds rate , EMBI e risco país.

Resultante da ação do Bacen, o movimento da taxa de juros doméstica expressa a prioridade conferida pelo governo ao controle inflacionário. De fato, em um momento de crise internacional anunciada, levar adiante uma política de elevação da taxa de juros (ver Gráfico 12) que, de acordo com a interpretação tradicional, gera contração de demanda, é, desde logo, uma declaração de que o sistema de metas de inflação posiciona-se no topo das prioridades econômicas.

A década de 2000 testemunhou um boom dos preços internacionais das commodities (ver Gráfico 14). Esta tendência se acentuou em 2007, produzindo uma pressão de custo nos preços domésticos²⁷, o que, dadas as prioridades do governo, foi mais um estímulo para a reversão da tendência da taxa básica de juros doméstica. Isso porque um aumento na taxa de juros doméstica tende a favorecer uma mudança na taxa de câmbio a favor do real, pela via da elevação do diferencial entre juro externo e doméstico. Em outras palavras, o aumento na taxa de juros gerou efeitos anti-inflacionários ao acelerar a apreciação do real.

Gráfico 14 - Evolução do Preços Internacionais das Commodities - Índice (jan 2002=100)



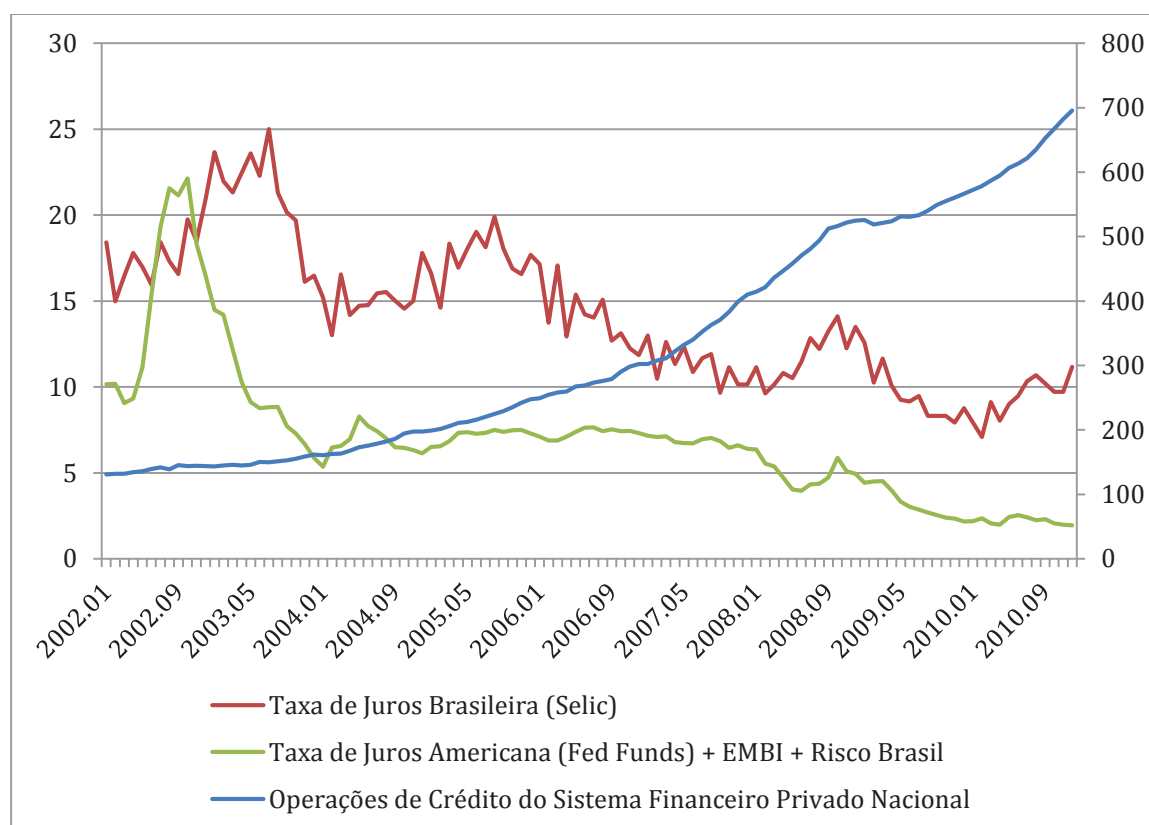
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BACEN.

A despeito da discordância quanto ao canal de transmissão do juro para a inflação, reconhece-se que um aumento no juro tem de fato capacidade de comprimir variáveis econômicas centrais, como o crescimento do PIB e o crescimento do crédito ao consumidor.

²⁷ “A relação entre preços de commodities e inflação é bastante direta e intuitiva: a elevação dos custos básicos das matérias-primas acarreta uma elevação dos preços na proporção em que tais insumos participem do total dos produtos. Além disso, os preços dos bens exportados também sofrem influência dos preços internacionais, seja porque se constituem de commodities (como o caso das commodities metálicas e agrícolas no Brasil) seja por causa da lei do preço único, que faz com que, pela opção de exportar em vez de vender no mercado interno, haja um ajuste dos preços, devido ao custo oportunidade de exportar” (Bastos, Macroeconomia para o desenvolvimento, IPEA, p. 127).

Obviamente, quantificar o impacto do juro sobre o crescimento do PIB foge ao escopo deste trabalho, dada a complexidade da variável PIB. No entanto, a relação mais direta entre juro e crédito deveria, a princípio, permitir a observação de alguns dados que corroborassem a hipótese de que a elevação na taxa de juros deveria ter efeito contracionista sobre o crédito. A partir da contraposição das operações de crédito do sistema financeiro privado nacional e as taxas de juros interna e externa, esta relação parece perder força. Apesar de o diferencial ter aumentado de maneira consistente a partir do início de 2008, a taxa de variação das operações de crédito parece mudar de comportamento apenas em setembro de 2008²⁸.

Gráfico 15 - Diferencial das Taxas de Juros Doméstica e Internacional (%) (esquerda) x Operações de Crédito do Sistema Financeiro Privado Nacional em R\$ Bilhões (direita)



Fonte: elaboração própria a partir dos dados do BACEN.

Assim, apesar de a mudança no ritmo de crescimento do crédito parecer estar estritamente atrelada à quebra do Lehman Brothers, ainda restam motivos para conjecturar que o aumento do diferencial entre as taxas de juros interna e externa não foi, de maneira alguma, inócuo.

²⁸ Outros indicadores de crédito de origem privada, como operações de crédito com recursos livres à pessoas físicas e jurídicas, apresentam o mesmo padrão descrito pelas operações totais de crédito do Sistema Financeiro Privado Nacional.

Entre os possíveis impactos indesejados encontram-se os efeitos redistributivos sobre a renda que podem ocorrer tanto de maneira direta, por transferências para os credores, como de forma indireta, pelo impacto dos juros nominais sobre a remuneração do capital produtivo.

2.3 Papel do Setor Financeiro Público

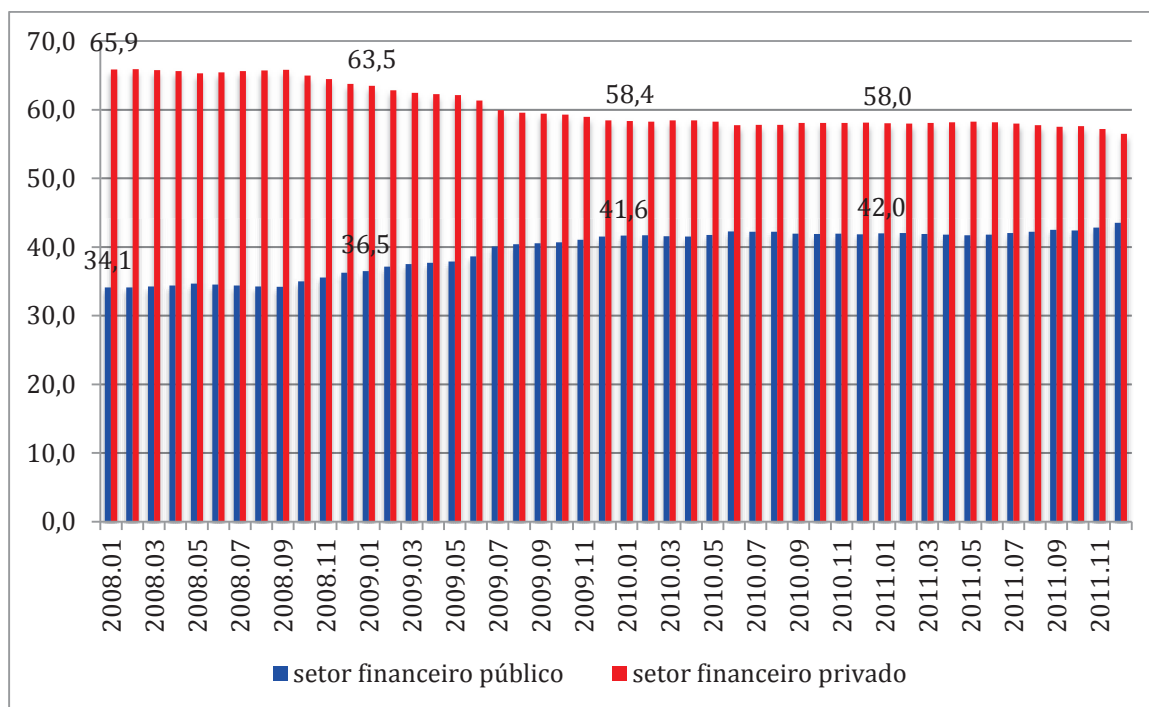
Esta seção tem como objetivo analisar a atuação anticíclica do setor financeiro público brasileiro. Para tal, serão considerados três bancos públicos, a saber: BNDES, Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF)²⁹. A seção está subdividida em duas partes. A primeira expõe a atuação do BNDES cuja lógica mais geral buscou contrabalançar a escassez de crédito e cuja ação está tradicionalmente concentrada na oferta de financiamento de longo prazo para a indústria e para obras de infraestrutura. A segunda delas analisa brevemente a participação do BB e da CEF na expansão de crédito, que tradicionalmente são os principais responsáveis pela oferta de crédito rural e imobiliário, respectivamente.

Antes de examinar a atuação específica do BNDES, do Banco do Brasil e da CEF no mercado de crédito é pertinente quantificar a participação agregada do setor público neste mercado, ao longo da segunda metade dos anos 2000.

De acordo com os dados do BACEN, na segunda metade da década de 2000, o setor privado vinha ganhando peso nas operações de crédito na economia brasileira, tendência que se reverteu no período de aprofundamento da crise do *subprime*. Contudo, a crise de confiança que então se manifestou não reduziu o volume de crédito ofertado pelo setor privado, em termos absolutos. Logo, sua menor participação na oferta total (ver Gráfico 16) refletiu o crescimento mais acelerado do crédito público (ver Gráfico 17). De fato, o que se observou foi uma relativa estagnação da oferta de crédito privado concomitante a variações positivas mais expressivas no crédito público. Nesse período, a manutenção do crescimento das operações de crédito público esteve associada às políticas fiscais/creditícias anticíclicas, então adotadas.

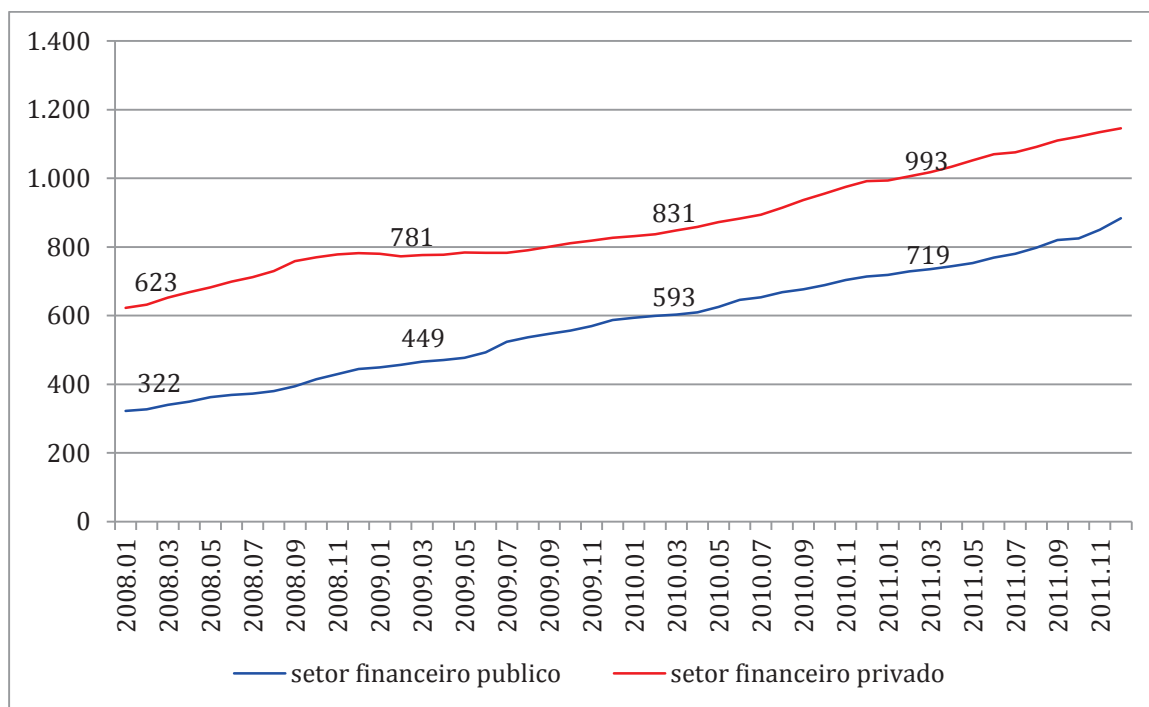
²⁹ Para um estudo mais completo do sistema financeiro público brasileiro deveria levar-se em consideração além dos bancos citados as instituições de fomento regional Basa (Banco da Amazônia) e BNB (Banco do Nordeste do Brasil), o que foge ao escopo deste trabalho.

Gráfico 16 - Participação Relativa dos Setores Público e Privado sobre as Operações Totais de Crédito



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BACEN.

Gráfico 17 - Operações Totais de Crédito dos Setores Público e Privado - R\$ bilhões



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BACEN.

2.3.1 O Papel do BNDES na sustentação do crédito no imediato pós-crise: 2008/2009

De acordo com Coutinho (2011), após a quebra do Lehman Brothers, momento no qual a crise americana começa a assumir contornos de crise sistêmica internacional, a reação imediata do BNDES *“foi acelerar os desembolsos do Banco e acelerar a aprovação de projetos, e lutar intensamente para que o Banco pudesse executar um orçamento em expansão, de modo a conseguir no último trimestre de 2008 contrabalançar minimamente a escassez de crédito”*. Ainda nesta entrevista, o presidente do BNDES registra que houve um esforço político, no sentido de possibilitar a atuação anticíclica do banco. *“Houve decisão política e houve uma atuação deliberadamente anticíclica de nossa parte”*. (Coutinho, 2011).

Evolução das aprovações e liberações de crédito

Uma vez que BNDES é a principal instituição de crédito de longo prazo do país e que assumiu como objetivo explícito contrabalançar os efeitos da crise sobre a oferta de crédito, cabe examinar os desembolsos (liberações) e aprovações de crédito do banco, discriminados por macro setores, no período subsequente à crise financeira de 2008³⁰. Inicialmente, tal análise utiliza a taxonomia utilizada pelo próprio BNDES: indústria, infraestrutura, comércio/serviços e agropecuária³¹. Em seguida, os setores serão examinados de forma mais desagregada, de forma a identificar a importância de seus subsectores na política creditícia do banco. Outras duas questões que serão exploradas, posteriormente, são o papel do banco na sustentação do crédito bancário no Brasil e a evolução do seu *funding*.

O BNDES é a mais importante instituição de financiamento de longo prazo do país. Historicamente, sua atuação tem priorizado a indústria e a infraestrutura. A análise dos dados relativos à última década - ocasião em que o banco recupera suas funções originais³² - confirma essa tendência. Ao longo de toda a década, a participação somada da indústria e da infraestrutura nos desembolsos do banco flutuou em torno de 80%.

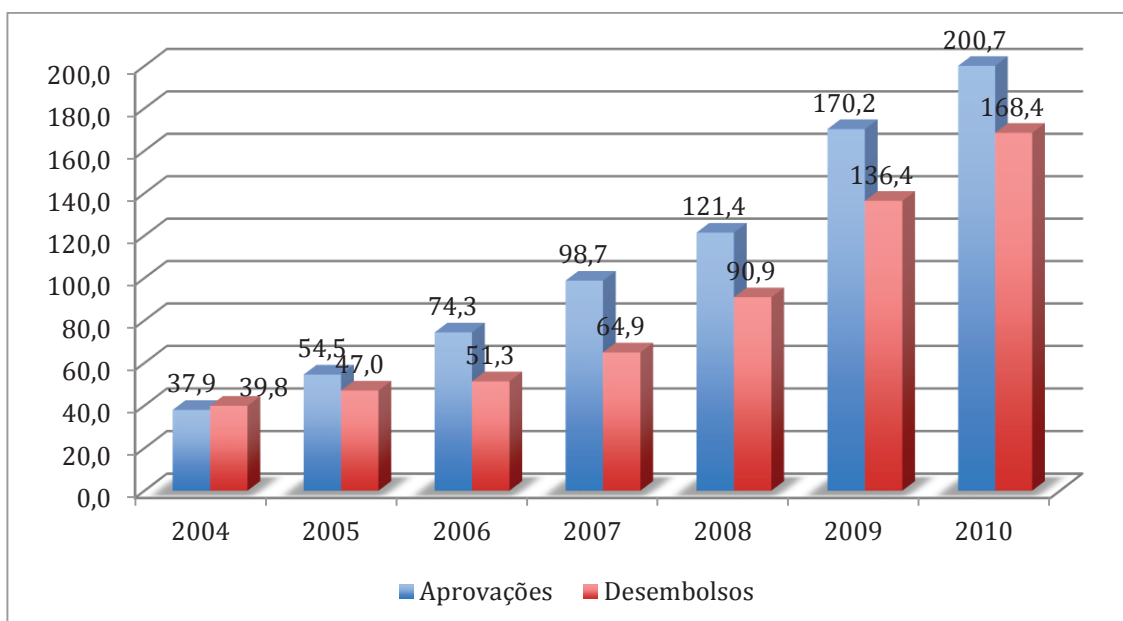
³⁰ Estes dois indicadores são, de maneira geral, os principais indicadores das operações de crédito do BNDES.

³¹ Estes dados foram consolidados a partir de dados disponíveis no site www.bndes.gov.br. O setor infraestrutura comporta setores pertencentes ao setor comércio e serviços segundo a CNAE. Estes são: energia elétrica, construção, transportes, atividades auxiliares de transportes, serviços de utilidade pública, telecomunicações e outros.

³² Na década de 90 o BNDES abandona, de certa maneira, seu “caráter desenvolvimentista” e assume como função central o papel de operador do programa nacional de desestatização. Ao final do governo FHC desenhava-se para o BNDES um papel de “banco de investimento” atuando no mercado de mercado de título de empresas (underwriting, fusões e aquisições, etc..) e não como um banco de financiamento de setores considerados centrais para o desenvolvimento econômico.

Os indicadores usualmente utilizados para caracterizar a evolução do crédito do banco são as aprovações e as liberações (desembolsos). De maneira geral, o valor das aprovações de um determinado ano pode ser considerado uma boa aproximação do valor das liberações verificado no ano subsequente³³. O gráfico que se segue mostra um crescimento vertiginoso de ambos os indicadores a partir do início da crise, com as aprovações saltando de R\$121,4 bilhões, em 2008, para R\$170,2 bilhões, em 2009, e R\$200,7 bilhões, em 2010. Os desembolsos, por sua vez, evoluíram de R\$90,9 bilhões (2008) para R\$136,4 bilhões (2009) e para R\$168,4 bilhões, em 2010. Em 2009, tanto as aprovações, quanto os desembolsos do BNDES registraram taxas de crescimento expressivas: 40% e 50%, respectivamente. Esses números indicam que o banco incluiu entre os objetivos de sua política ações para mitigar os efeitos da crise, aumentando a oferta de crédito num momento em que se agravavam os efeitos negativos da crise financeira internacional.

Gráfico 18 - Desembolsos e Aprovações do BNDES - R\$ Bilhões (2004-2010)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BNDES.

Em 2009, os desembolsos do BNDES permaneceram concentrados no setor industrial e no setor de infraestrutura que, juntos, absorveram 81,4% de seu total (ver **Tabela 6**). No setor

³³ O valor das aprovações em um determinado ano difere das liberações do ano subsequente em função das variações no hiato temporal entre as duas operações.

industrial os maiores beneficiários foram os segmentos de química/petroquímica³⁴, alimentos e bebidas e material de transportes. No setor de infraestrutura sobressaíram os segmentos de transportes³⁵ e de energia elétrica³⁶.

O setor de comércio e serviços também foi beneficiário da ação anticrise adotada pelo BNDES. Os desembolsos destinados a esse setor foram os que apresentaram maior taxa de crescimento (84,4%), o que elevou sua participação no total dos desembolsos do banco para 14,8% em 2009, contra 8,1%, em 2008. Entre os segmentos do setor mais favorecidos estão o comércio e a administração pública³⁷ (ver Tabela 5).

Sublinhe-se, ainda, que a agricultura, setor usualmente menos importante nas operações do BNDES, foi também, ainda que em menor medida, beneficiada pela política anticíclica do banco, o que pode ser constatado no fato de as aprovações dos financiamentos para o setor terem crescido 57,9%, em 2009 (ver Tabela 6).

Tabela 6 - Desembolsos do BNDES: 2008/09

Setor	2008		2009		Taxa de Crescimento 2009/08 Em %
	(a) R\$ bilhões	Em %	(b) R\$ bilhões	Em %	
Agropecuária	5,6	6,2	6,9	5,0	22,5
Indústria	39,0	42,9	63,5	46,6	62,8
Infra-estrutura	38,2	42,0	51,1	37,5	33,8
Comércio e Serviços	8,1	8,9	14,8	10,9	84,4
Total	90,9	100,0	136,4	100,0	50,0

Fonte: elaboração própria a partir de dados do BNDES.

³⁴ Parte expressiva dos desembolsos para o segmento químico/petroquímico destinou-se a projetos da Petrobrás.

³⁵ Inclui desembolsos destinados à Petrobrás (transporte de combustíveis) assim como a empresas de transporte rodoviário, ferroviário e de marinha mercante.

³⁶ Destacam-se, nesse caso, desembolsos para projetos no âmbito do PAC, como, por exemplo, os referentes às hidrelétricas de Estreito, Santo Antônio e Jirau.

³⁷ Os desembolsos para a administração pública saltaram de R\$ 853 milhões, em 2008, para R\$6,4 bilhões, em 2009 e permaneceram elevadas (na casa dos bilhões) nos anos subsequentes. De acordo com Relatório Anual BNDES - 2009, “a crise econômica internacional, no final de 2008, fez com que surgisse a necessidade de apoio aos estados e ao Distrito Federal para suprimento de recursos que viabilizassem a execução do orçamento”. Isso foi viabilizado pela criação do programa PEF/BNDES.

Até aqui foram examinados os valores absolutos dos desembolsos do BNDES nos anos de 2008 e 2009, discriminados por setores. As considerações que se seguem focalizam, por sua vez, o incremento do valor dos desembolsos (2009 contra 2008), buscando identificar setores e segmentos com maior contribuição para a elevação dos desembolsos totais, no ano que se seguiu a eclosão da crise (2009).

Em 2009, os desembolsos do BNDES cresceram R\$45,5 milhões, relativamente a 2008. Deste total, 53,9% (R\$24,5 bilhões) foram destinados à indústria, 28,4% (R\$12,9 bilhões) ao setor de infraestrutura, 14,9% (R\$14,9 bilhões) ao setor de comércio e serviços e 2,8% (R\$3,0 bilhões) à agricultura. Esses números mostram que o incremento do desembolso total em 2009, deveu-se fundamentalmente ao setor industrial, seguido pelos setores de infraestrutura e de comércio e serviços. A contribuição da agricultura foi, por sua vez, bem modesta (ver Tabela 7).

Tabela 7- Incremento dos desembolsos do BNDES por setores (2009 em relação a 2008)

Setor	Incremento		Contribuição dos setores para a tx. de crescimento dos desembolso total*
	Em R\$ bilhões	Participação (%)	
Agropecuária	1,3	2,8	1,4
Indústria	24,5	53,9	27,0
Infraestrutura	12,9	28,4	14,2
Com. e Serviços	6,8	14,9	7,5
Total	45,5	100,0	50,0

Fonte: elaboração própria a partir de dados do BNDES.

* Taxa de crescimento dos desembolsos do banco (2009 contra 2008), considerado apenas o incremento dos desembolsos para o setor em foco.

O segmento de petróleo e combustível foi, de longe, o que mais contribuiu (R\$20,1 bilhões) para o aumento dos desembolsos do BNDES, em 2009, o que refletiu, em grande medida, fortalecimento do apoio a projetos da Petrobras. Vale ressaltar que esse segmento foi o responsável pela maior parcela do incremento de desembolsos direcionados à indústria³⁸. Merece atenção, ainda, o fato de que o incremento dos desembolsos direcionados ao

³⁸ R\$20,1 bilhões em R\$24,5 bilhões, o que corresponde a uma participação de 82,2% no incremento total dos desembolsos destinados à indústria.

segmento de petróleo e gás seria suficiente para gerar, por si só, um crescimento de 22,1% nos desembolsos do banco, em 2009.

Registraram, também, incrementos relevantes os segmentos de transporte terrestre (R\$6,2 bilhões), eletricidade e gás (R\$5,8 bilhões) e administração pública (R\$3,9 bilhões), seguidos por celulose e papel (R\$2,7 bilhões), construção (R\$2,4 bilhões) e comércio: R\$2,4 bilhões (ver Tabela 8). Cumpre registrar que os desembolsos direcionados alguns segmentos do setor industrial apresentaram decréscimo em 2009, caso, por exemplo, da indústria extrativa e do segmento de metalurgia.

**Tabela 8- Segmentos mais relevantes para o incremento dos desembolsos do BNDES
(2009 em relação a 2008)**

Segmentos	Incremento		Contribuição dos segmentos para a tx. de crescimento do desembolso total*
	Em R\$ bilhões	Participação (%)	
Coque, Petróleo e Combustível (indústria)	20,1	44,2	22,1
Transporte terrestre (infra-estrutura)	6,2	13,6	6,8
Eletricidade e gás (infra-estrutura)	5,8	12,7	6,4
Administração Pública (com. e serviços)	3,9	8,5	4,2
Celulose e papel (indústria)	2,7	6,0	3,0
Construção (infra-estrutura)	2,4	5,4	2,7
Comércio (com. e serviços)	2,4	5,4	2,7
<i>Demais segmentos com incremento</i>	7,1	15,6	7,8
<i>Segmentos com liberações decrescentes</i>	-5,2	-11,4	-5,7
Total	45,5	100,0	50,0

Fonte: elaboração própria a partir de dados do BNDES.

* Crescimento dos desembolsos do banco (2009 contra 2008) se considerado apenas o incremento dos desembolsos para o setor.

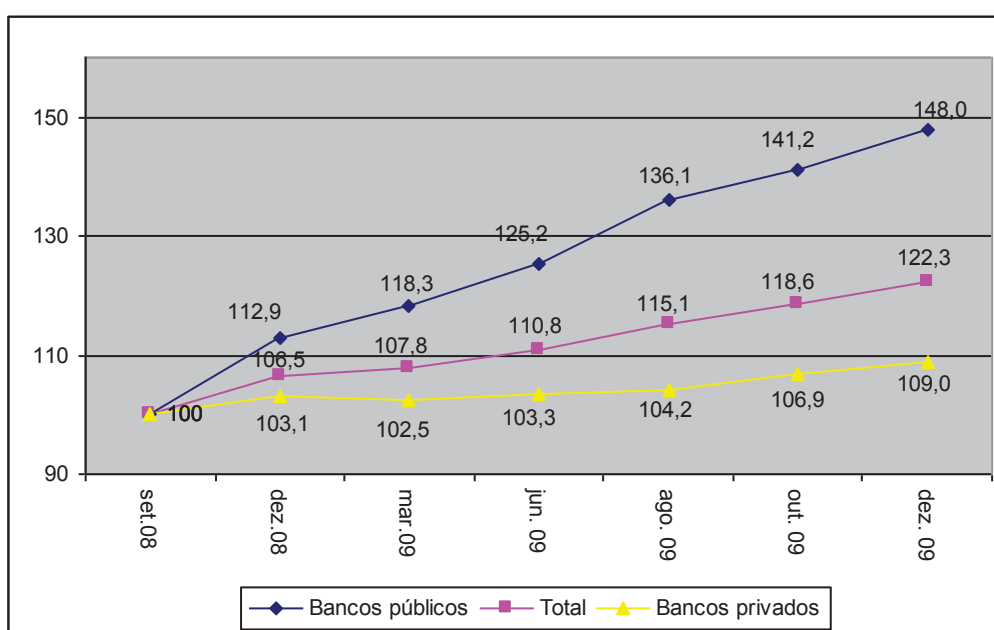
Papel do BNDES na sustentação do crédito bancário no pós crise

Como visto, após o acirramento da crise de 2008, o setor financeiro público desempenhou um papel central na sustentação da oferta de crédito no país. De fato, em janeiro de 2008, os bancos públicos respondiam por 34,1% do total das operações de crédito da economia, proporção que saltou para 36,5% em janeiro de 2009 e para 41,6%, em janeiro de 2010.

Entre setembro de 2008 e dezembro de 2009, o crescimento acumulado das operações de crédito dos bancos públicos alcançou 48%, ao passo que as operações do setor financeiro privado cresceram bem menos: 9,0%. Em consequência, naquele período, na média, o crescimento do total das operações de crédito no país foi de 22,3% (ver Gráfico 19). A contribuição do BNDES para este crescimento (37%) foi similar à contribuição dos demais bancos públicos (36%) e bem mais expressiva do que a contribuição dos bancos privados (27%)³⁹.

Gráfico 19 - Brasil: Crescimento das Operações de Crédito*

Bancos públicos, privados e BNDES (setembro 2008/dezembro 2009)



Fonte: extraído de BNDES (Relatório Anual - 2009)

* Números índice (setembro 2008=100)

³⁹ Conforme informação disponível no Relatório Anual do BNDES (2009).

BNDES: evolução do funding

Tradicionalmente, os recursos oriundos do FAT/PIS-Pasep constituíram a principal fonte de recursos utilizada pelo BNDES para sustentar sua política de financiamento de longo prazo. No período 2007/11, ainda que crescentes em termos absolutos, tais recursos perderam peso relativo na composição do passivo total do BNDES, o que foi contrapartida da crescente importância dos empréstimos do Tesouro Nacional (TN) ao banco, na forma de aportes em títulos públicos. Em 2009, estes aportes tornaram-se vultosos (cerca de R\$100 bilhões) aumentando a participação do TN no passivo total do banco para 37,3%, proporção muito superior à verificada no ano anterior (15,6%). Os aportes do TN prosseguiram nos anos subsequentes num ritmo que elevou consideravelmente o peso de sua participação no passivo do banco (ver Tabela 9).

Tabela 9 -Evolução dos Passivos do BNDES no período 2007-2011

	2007		2008		2009		2010		2011	
	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%	R\$*	%
FAT/PIS-Pasep	133,8	66,0	146,1	52,7	152,5	39,5	163,1	29,7	177,9	28,5
Tesouro Nacional	13,9	6,9	43,2	15,6	144,2	37,3	253,1	46,1	310,8	49,7
Outras Fontes Gov.	8,4	4,1	22,4	8,1	18,5	4,8	19,9	3,6	21,9	3,5
Captações no Exterior	12,1	6,0	17,5	6,3	16,5	4,3	19,8	3,6	22,4	3,6
Op. Compromissadas	0,0	0,0	8,4	3,0	13,7	3,6	0,0	0,0	7,8	1,2
Emissão de Debêntures	2,0	1,0	2,3	0,8	3,6	0,9	6,3	1,1	6,3	1,0
Demais	32,4	16,0	37,4	13,5	37,5	9,7	87,0	15,8	77,7	12,4
Passivo Total	202,7	100,0	277,3	100,0	386,6	100,0	549,0	100,0	624,8	100,0

Fonte: elaboração própria a partir de dados do BNDES.

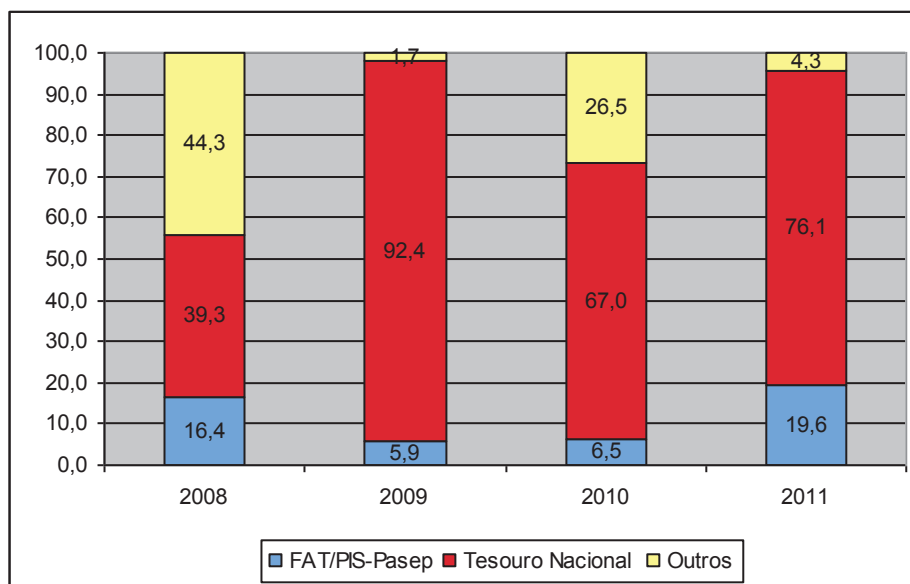
* R\$ bilhões.

O gráfico que se segue mostra quão importante foram os empréstimos do Tesouro Nacional para o crescimento do passivo total do BNDES, no período analisado. Em 2009, por exemplo, 92,4% do incremento do passivo total do banco deveram-se ao aumento do passivo relacionado ao Tesouro, proporção que permaneceu significativa em 2010 (67,0%) e em 2011 (76,1%). Nesse período, os créditos do Tesouro propiciaram um incremento importante no *funding* do banco, ao mesmo tempo em que modificaram sua composição tradicional. Em outras palavras, “*em relação aos mecanismos históricos, o funding do BNDES foi ampliado fortemente sem que para tanto se fizesse uso de poupança forçada. Ao contrário, valeu-se da mobilização voluntária de recursos mediante decisões de carteira dos aplicadores,*

detentores finais dos títulos de dívida pública entregues ao BNDES como contrapartida do crédito aberto pela STN”⁴⁰.

Gráfico 20 - FAT/PIS-Pasep e Tesouro Nacional

Contribuição para o incremento anual do passivo do BNDES :2008/20110 (Em %)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BNDES.

O crescimento dos empréstimos do Tesouro se fez no âmbito das ações do governo voltadas para contrabalançar os efeitos da crise na economia brasileira, nesse caso pela via da sustentação e ampliação dos investimentos apoiados pelo BNDES. Como afirmam Pereira, Simões e Carvalho⁴¹: “tais empréstimos equacionaram as necessidades de funding do sistema BNDES, permitindo ao banco dar sustentação ao vigoroso crescimento do orçamento de investimentos e viabilizar sua atuação anticíclica...”.

Vale registrar que a decisão governamental de aumentar os empréstimos do Tesouro ao BNDES tem gerado várias controvérsias no debate econômico. Economistas de formação ortodoxa viram nesse processo uma manobra para expandir gastos públicos, sem impactar negativamente as contas primárias (metas de superávit primário) a relação dívida líquida/PIB.⁴² Argumentam que os empréstimos de longo prazo concedidos ao banco com

⁴⁰ Pereira e Simões. O papel do BNDES na alocação de recurso: avaliação do custo fiscal do empréstimo concedido pela União, em 2009. Revista do BNDES 33, junho 2010.

⁴¹ Idem nota anterior.

⁴² Ver, por exemplo, *Ligação Clandestina*, artigo publicado em “O Globo” por Rogério Werneck (fevereiro de 2011).

recursos oriundos de emissão de dívida pública não aparecem nas estatísticas da dívida líquida. Isso porque, o crescimento da dívida referente a tais emissões é neutralizado quando o governo contabiliza como ativos os empréstimos ao BNDES. Esse é um fato reconhecido por economistas do próprio BNDES, como se pode atestar em sua descrição das operações entre o banco e o Tesouro: “o Tesouro constitui um ativo de crédito contra o Banco e um passivo do mesmo montante, sendo a operação responsável pela elevação da dívida bruta do setor público consolidado, porém neutra, na largada, sob o ponto de vista da dívida líquida do setor público consolidado”⁴³.

O aumento da relação dívida bruta pública/PIB resultante das transações entre o Tesouro e o BNDES parece não representar um problema, dado que, mesmo dentro da argumentação mais convencional, não degrada a boa situação fiscal da economia brasileira e tampouco compromete a capacidade de o país honrar seus compromissos. Vale sublinhar que o argumento da crítica confunde o endividamento externo, cujo pagamento em dólar pode gerar efetivamente um risco de *default* (no caso de crise cambial) e a parte em reais, que por definição pode sempre ser liquidada pelo governo. Assim, mesmo se a interpretação ortodoxa fosse válida, tal endividamento não elevaria o risco de *default* e, conseqüentemente, não afetaria o custo de captação de recursos no mercado internacional. A insistência dos economistas ortodoxos em escolher indicadores *ad hoc*, examinando mais a elevação de cada variável e menos as relações macroeconômicas nos quais estão envolvidos (como exemplo essa oscilação entre dívida líquida/PIB *versus* dívida bruta/PIB) revela, ao final e ao cabo, sua obsessão em privilegiar questões associadas ao equilíbrio fiscal (superávit primário, por exemplo), *vis-à-vis* às questões estruturais da economia brasileira.

Outro foco da crítica ortodoxa está no fato de as operações entre Tesouro e BNDES gerarem subsídios aos clientes do BNDES, em função da diferença entre o custo dos empréstimos concedidos pelo banco, indexados em sua maior parte à TJLP, e o custo de financiamento da União, majoritariamente indexado à taxa SELIC que remunera as Letras Financeiras do Tesouro (LFT). Alguns autores debruçaram-se sobre essa questão na tentativa de estimar os custos fiscais dos empréstimos do Tesouro aos BNDES. Vale resumir os argumentos utilizados e os resultados de dois daqueles estudos, os quais são, no geral, convergentes.

⁴³ Pereira e Simões. O papel do BNDES na alocação de recurso: avaliação do custo fiscal do empréstimo concedido pela União, em 2009. Revista do BNDES 33, junho 2010

O primeiro deles⁴⁴ examina o custo fiscal dos empréstimos concedidos em 2009 e o segundo o dos empréstimos do biênio 2009/10⁴⁵. Ambos sublinham que o cálculo não deve se restringir aos custos diretos das operações, isso é, “*ao valor presente da diferença entre a taxa de juros pela qual o Tesouro se financia e a taxa de juros que irá receber diretamente pelo crédito*”. Deve, também, considerar outros elementos, entre os quais o retorno para a União dos ganhos do BNDES associados às operações propiciadas pelos empréstimos (dividendos, tributos e lucros retidos). Ademais, na visão dos autores, a estimativa deve incluir, ainda: (i) *o ganho fiscal de curto prazo, decorrente da expansão do produto e da renda da economia propiciada pela expansão dos investimentos viabilizados pelos empréstimos; e (ii) o ganho fiscal de longo prazo, resultante do fato de que a capacidade produtiva da economia será maior nos próximos anos, viabilizando maior crescimento da demanda sem pressionar inflação, um maior Produto Interno Bruto (PIB) no longo prazo e uma arrecadação fiscal mais elevada*⁴⁶.

Os resultados dos cálculos dos estudos antes mencionados indicam que as operações examinadas geram, de fato, custos diretos positivos, todavia compensados pelos ganhos indiretos delas derivadas. Isso significa que, de acordo com a metodologia utilizada pelos autores, os empréstimos do Tesouro ao BNDES não impactam negativamente as contas públicas. Ao contrário, são fonte de ganhos fiscais líquidos. O quadro que se segue, resume os resultados quantitativos da simulação de um destes estudos⁴⁷.

⁴⁴ Ver nota anterior

⁴⁵ Pereira; Simões e Carvalhal. Mensurando o resultado fiscal das operações de empréstimo do Tesouro ao BNDES: custo ou ganho líquido esperado para a União? IPEA. Texto para Discussão 1665. Setembro de 2011.

⁴⁶ Idem nota anterior.

⁴⁷ Pereira; Simões e Carvalhal (2011). A opção por este estudo, cujos autores são os mesmos do estudo de 2010, se justifica pelo fato de sua publicação ser mais recente e contabilizar empréstimos de dois anos (2009-10), ao contrário do estudo de 2010 que toma como referência apenas o ano de 2010.

**Tabela 10- Estimativa* do Resultado Final das Operações de Empréstimos do Tesouro
ao BNDES (R\$180 bilhões) no biênio 2009/2010**

1. Custo Fiscal Direto Líquido (a) - (b)	R\$50,6
(a) Custos diretos (diferencial das taxas de juros)	R\$ 70,6
(b) Efeitos positivos sobre as contas públicas (acréscimos no fluxo de dividendos, tributos e lucros retidos do BNDES)	R\$ 26,0
2. Benefícios fiscais indiretos (c) + (d)	R\$151,8
(c) De curto prazo (ampliação da arrecadação resultante do aumento da renda do setor privado viabilizada pelos empréstimos)	R\$38,5
(d) De longo prazo (associado à ampliação do estoque de capital e do produto potencial)	R\$113,0
GANHO FISCAL LÍQUIDO (2) - (1)	R\$101,2

Fonte: quadro organizado a partir dos resultados de Pereira, Simões e Carvalho (2011).

* Valor presente dos resultados esperados (em R\$ bilhões)

2.3.2 O Papel do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal na sustentação do crédito no imediato pós-crise: 2008/2009

A Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil (BB) têm sido, tradicionalmente, os braços do sistema financeiro público responsáveis pelas parcelas mais significativas do crédito imobiliário e rural, respectivamente. Esta seção expõe a evolução do crédito concedido por esses dois bancos, no triênio 2007/2009. Focaliza o crédito ao setor privado, destino de aproximadamente 95% do crédito contratado por ambas as instituições.

*Evolução dos Créditos Contratados pelo Banco do Brasil (2008/2009)*⁴⁸

Em 2008, a contratação de crédito (fluxo) do BB alcançou a ordem de R\$410,8 bilhões. No ano subsequente (2009) tais contratações cresceram 16,4% (2008/09), atingindo R\$ 478,1 bilhões. Conforme mostra a tabela que se segue, no biênio considerado, em média, os segmentos que mais se beneficiaram dos créditos do BB foram: indústria, pessoas físicas e comércio, com parcelas de aproximadamente 26,6%; 23,1% e 21,7%, respectivamente. Destaca-se ainda o segmento de outros serviços, responsável por 15,1% do volume de crédito contratado.

Desde o início da década de 2000, o peso do setor industrial nos créditos do BB tem se mostrado relevante e crescente. De fato, na média do biênio 2001/02 representavam 22,0% do crédito contratado pelo banco, proporção que saltou para 27,1%, na média do triênio 2007/09. Araújo e Cintra (2011) argumentam que duas hipóteses (não excludentes) explicam a importância crescente do setor industrial nas operações de financiamento do Banco do Brasil. A primeira delas está relacionada à atuação do BB como intermediário financeiro do BNDES. Em 2009, o banco manteve sua liderança no *ranking* de repasses globais do BNDES, com uma participação de mercado de 21,1%⁴⁹. Sublinhe-se que o banco atua, com repasses do BNDES e Finame, em operações destinadas a investimento (aquisição de

⁴⁸ Análise baseada em dados extraídos do portal de informações financeiras trimestrais do BACEN (<https://www3.bcb.gov.br/iftimagem/>) e centrada no fluxo de crédito contratado no período focalizado. Por um lado, esta variável foi eleita por sintetizar, em alguma medida, a oferta de crédito do BB ao setor privado no ano imediato que se seguiu a deflagração da crise. Houve tentativa de se montar uma base de dados mais completa que incluiria os fluxos trimestrais de créditos contratados dos bancos estudados (BB e CEF), em contraposição aos fluxos de crédito do sistema financeiro como um todo, isto é, público e privado nacional. Contudo, tal construção não se mostrou possível a partir dos dados disponíveis para a consulta nos *sites* das instituições públicas em foco. Uma das principais dificuldades neste processo foi o fato de as informações por instituição fornecidas pelo BACEN estarem apresentadas em fluxo, enquanto que as informações agregadas do Sistema Financeiro estão em saldo (estoque) de operações de crédito.

⁴⁹ Relatório anual do Banco do Brasil (2009).

máquinas e equipamentos), ademais de participar do financiamento de obras no âmbito do PAC.

A segunda hipótese diz respeito à expansão de crédito para o capital de giro com utilização de recursos de tesouraria do próprio banco. Relevante para a expansão de um ciclo industrial, o crédito para capital de giro pode ser financiado por recursos próprios, uma vez que se trata de crédito de curto prazo.

A importância do crédito a pessoas físicas insere-se, por seu turno, na estratégia do banco de aumentar sua competitividade neste segmento do mercado, em relação aos demais bancos comerciais. Nesse caso, reflete principalmente operações de crédito consignado, de crédito imobiliário e de financiamento a veículos. Em 2009, o expressivo volume de crédito direcionado para pessoas físicas foi importante para sustentar o gasto das famílias e, em consequência, enfrentar o quadro de crise que então se desenhava.

A relevância do crédito para o comércio no crédito contratado pelo BB é um resultado inerente ao papel histórico dessa instituição financeira. Essa rubrica inclui também o financiamento ao comércio exterior do país, atividade em que o BB se destaca.

O peso do setor rural no volume de crédito contratado pelo BB, no biênio 2008/09 (9,4%), ainda que inferior ao crédito direcionado a outros setores (indústria, comércio, pessoas físicas e outros serviços), merece destaque. Isso porque o BB é líder no mercado de crédito rural do país com participação de 58,1% (2009).⁵⁰ O financiamento ao setor rural engloba custeio da produção, comercialização de produtos e investimentos (armazenamento, beneficiamento etc.), além do apoio a ações associadas à inovação nos métodos de produção. Tomando como referência a carteira de crédito do banco (2009), entre os segmentos do agronegócio mais beneficiados estavam: bovinocultura, soja, milho e cana-de-açúcar⁵¹.

⁵⁰ Relatório anual do Banco do Brasil (2009). Ao final de 2009 a carteira de agronegócios do BB representava 21,1% de sua carteira total.

⁵¹ O BB é responsável pela execução de programas de governo para o agronegócio. Entre as principais fontes de recursos para o financiamento rural estão os depósitos da poupança, depósitos à vista, FAT e o Tesouro Nacional. Para possibilitar a prática de taxas de juros reduzidas, o Tesouro Nacional paga ao BB, na forma de equalização a diferença entre o valor cobrado ao tomador de crédito e os custos de captação.

Tabela 11 – Banco do Brasil: Destino do Crédito Contratado (2008/2009)

	Em R\$ bilhões		Em %		
	2008	2009	2008	2009	Média do biênio
Setor Público	2,8	3,1	0,7	0,6	0,7
Setor Privado	394,1	460,2	95,9	96,3	96,1
Rural	39,6	43,7	9,6	9,1	9,4
Indústria	114,2	122,6	27,8	25,6	26,6
Comércio	81,0	112,1	19,7	23,5	21,7
Intermediários Financeiros	0,3	1,1	0,1	0,2	0,1
Outros Serviços	59,4	75,0	14,5	15,7	15,1
Pessoas Físicas	99,6	105,6	24,3	22,1	23,1
Habitação	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Não Residentes	13,9	14,8	3,4	3,1	3,2
Total	410,8	478,1	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaboração própria, a partir de dados do BACEN.

Em 2009, o crédito contratado pelo BB aumentou 16,4%, o que correspondeu a um incremento de R\$67,3 bilhões, cujos principais beneficiários foram os setores de comércio (46,2% do total), de outros serviços (23,1%), indústria (12,4%), pessoas físicas (8,9%) e o setor rural: 6,1% (ver Tabela 2).

Tabela 12 – BB: Variação do Crédito Contratado - 2008/2009 (em R\$ milhões)

Setor	Incremento (2009 contra 2008)		Taxa de Crescimento. 2009/08 (%)	Contribuição para a Tx de Crescimento*
	Em R\$ milhões	Distribuição (%)		
SETOR PÚBLICO	290,3	0,4	10,4	0,1
SETOR PRIVADO	66.110,6	98,2	16,8	16,1
Rural	4.111,3	6,1	10,4	1,0
Indústria	8.366,2	12,4	7,3	2,0
Comércio	31.123,1	46,2	38,4	7,6
Intermediários Financeiros	807,8	1,2	317,3	0,2
Outros Serviços	15.551,6	23,1	26,2	3,8
Pessoas Físicas	5.969,5	8,9	6,0	1,5
Habitação	181,2	0,3	-	0,0
NAO RESIDENTES	935,8	1,4	6,7	0,2
TOTAL	67.308,1	100,0	16,4	16,4

Fonte: elaboração própria, a partir de dados do BACEN.

* Taxa de crescimento no crédito contratado pelo BB se contabilizado apenas o incremento observado no setor em foco.

Evolução dos Créditos Contratados pela Caixa Econômica Federal (2008-2009)

Tradicionalmente, a Caixa Econômica Federal é uma instituição que tem no financiamento habitacional e no financiamento a pessoas físicas suas linhas de atuação mais relevantes. De fato, no biênio 2008/09, essas duas rubricas concentraram cerca de dois terços do total do crédito contratado pela CEF (ver Tabela 3). Vale lembrar que o crédito contabilizado como crédito a pessoas físicas engloba, também, uma parcela correspondente a programas dirigidos ao financiamento imobiliário, o que evidencia, ainda mais, a importância do setor habitacional nos negócios da instituição. A atuação da CEF no crédito para indústria é modesta, circunscrevendo-se ao financiamento de capital de giro, uma vez que a instituição não opera no repasse de recursos do BNDES.

Tabela 13 – CEF: Destino do Crédito Contratado (2008/2009)

	Em R\$ bilhões		Em %		
	2008	2009	2008	2009	Média do biênio
SETOR PÚBLICO	3,3	1,3	5,3	1,7	3,3
SETOR PRIVADO	59,2	76,5	94,7	98,3	96,7
Rural	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indústria	3,1	2,8	4,9	3,5	4,2
Comércio	4,6	4,8	7,4	6,1	6,7
Intermediários Financeiros	0,0	1,2	0,0	1,5	0,9
Outros Serviços	13,8	16,0	22,2	20,5	21,3
Pessoas Físicas	22,5	26,0	36,0	33,4	34,6
Habitação	15,2	25,8	24,2	33,1	29,2
TOTAL	62,5	77,8	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaboração própria, a partir de dados do BACEN.

Em 2009, o crédito contratado pela CEF aumentou 24,4%, o que correspondeu a um incremento de R\$15,3 bilhões, dos quais R\$10,6 (69,5%) destinados à habitação (ver Tabela 4). Naquele ano, o crédito contratado para o setor de habitação cresceu aproximadamente 70,0%, número que ratifica o papel crucial desempenhado pela instituição na provisão de crédito habitacional no imediato pós-crise, papel amplamente reconhecido por especialistas do setor. Assim, por exemplo, Garcia e Castelo (2009)⁵² afirmam que: “a sustentação do crédito habitacional foi possível em decorrência da maior atuação da Caixa Econômica

⁵² Resultado acima da expectativa e um baixo investimento em 2009. Conjuntura da Construção (Sinduscon –SP) Ano VII, nº 4, dez. de 2009.

Federal no mercado. A Caixa já havia assumido um papel preponderante em 2008 e que foi fortalecido com a crise.” Como resultado, a participação do crédito habitacional no PIB brasileiro passou de 2,1%, em 2008, para 2,9%, em 2009.⁵³

Tabela 14 – CEF: Variação do Crédito Contratado - 2008/2009

Setor	Incremento (2009 contra 2008)		Taxa de Crescimento. 2009/08 (%)	Contribuição para a Tx de Crescimento*
	Em R\$ bilhões	Distribuição (%)		
SETOR PÚBLICO	-2,0	-13,2	-60,9	-3,2
SETOR PRIVADO	17,3	113,2	29,2	27,7
Rural	0,0	0,0	-14,6	0,0
Indústria	-0,3	-2,1	-10,4	-0,5
Comércio	0,1	0,8	2,7	0,2
Intermediários Financeiros	1,2	7,9	188099,1	1,9
Outros Serviços	2,1	13,9	15,4	3,4
Pessoas Físicas	3,5	23,1	15,7	5,6
Habitação	10,6	69,5	70,1	17,0
TOTAL	15,3	100,0	24,4	24,4

Fonte: elaboração própria, a partir de dados do BACEN.

* Taxa de crescimento no crédito contratado pelo BB se contabilizado apenas o incremento observado no setor em foco.

Os financiamentos da CEF para o setor de habitação apoiam-se principalmente em recursos do SBPE e do FGTS⁵⁴. Em 2009, o programa Minha Casa Minha Vida⁵⁵ reforçou a atuação da instituição na oferta de crédito imobiliário para as classes de menor renda e representou cerca de 30% do total de crédito habitacional então oferecido pela CEF. Sublinhe-se que, naquele ano, a liberação de crédito para o setor habitacional alcançou R\$47 bilhões, valor duas vezes maior que o verificado no ano anterior e correspondente a 71% do total do crédito habitacional do mercado⁵⁶.

⁵³ Cálculos do Sinduscon -SP

⁵⁴ Em 2009, no país, o volume da poupança e o volume do FGTS voltados para o crédito imobiliário foi de R\$32,9 bilhões e R\$15,8 bilhões, respectivamente (Sinduscon –SP).

⁵⁵ O Programa Minha Casa Minha Vida – PMCMV – Recursos FAR é um programa do Governo Federal, gerido pelo Ministério das Cidades e operacionalizado pela CAIXA, que consiste em aquisição de terreno e construção ou requalificação de imóveis contratados como empreendimentos habitacionais em regime de condomínio ou loteamento, consituídos de apartamentos ou casas que depois de concluídos são alienados às famílias que possuem renda familiar mensal de até R\$ 1.600,00. O PMCMV foi lançado em março/2009, com a finalidade de criar mecanismos de incentivo à produção e aquisição de 1 milhão de novas unidades habitacionais, atualmente essa meta é de 2 milhões de novas moradias para as famílias com renda bruta mensal de até R\$ 5.000,00.

⁵⁶ Conforme entrevista da então presidente da CEF, Maria Fernanda Coelho, ao estadão.com.br (27/01/2010).

2.4 Política Fiscal

Este trabalho defende a hipótese de que a política fiscal adotada a partir da eclosão da crise (quebra do Lehman Brothers) logrou estimular a demanda agregada por intermédio de distintos mecanismos e produziu, em consequência, os efeitos anticíclicos desejados. Essa seção tem como objetivo examinar esse ponto.

Cabe salientar que a metodologia aqui utilizada segue a ótica da despesa. Conforme mostra o quadro que se segue, as despesas primárias da administração pública (isto é não financeiras) estão divididas em dois grandes grupos, quais sejam: os gastos diretos (de maneira geral compreendem consumo e investimento) e as transferências, que por seu turno se subdividem em três subgrupos: intergovernamentais, às famílias e às instituições privadas (ver Quadro 2).

Quadro 2 – Estrutura dos Dispêndios Governamentais

Despesas Governamentais Primárias	Direta	Consumo do Governo	Salários
			Consumo Intermediário
		Despesas de Capital Fixo	Formação Bruta de Capital Fixo
			Outras Despesas de Capital Fixo
	Transferências	às Famílias	Benefícios dos Servidores Inativos e Pensionistas
			Outros Benefícios Sociais
		às Instituições Privadas	Subsídios
			Instituições sem fim Lucrativos
		Intergovernamentais	Transferências Legais e Institucionais
			Transferências Voluntárias
			Transferências à Programas de Saúde e Educação

Fonte: extraído de Orair e Gobetti (2010).

Apesar de as análises desta dissertação restringirem-se, de maneira geral, ao triênio 2007/2009, neste caso específico, faz sentido retroceder um pouco mais, dado o entendimento de que o padrão do gasto público que se consolidou a partir de 2002 conferiu à economia brasileira maior resiliência à crise de 2007/08. De acordo com Orair e Gobetti (2010; p.87), entre o final de 2002 e 2008, o governo federal consolidou “*um padrão de intervenção que se revelou cada vez mais canalizador ou redistribuidor de recursos*”. De fato, neste período houve uma estabilização em valores reais do *consumo intermediário* do governo federal (o que significa uma queda como proporção do PIB) e uma elevação das transferências do governo de maneira geral. Ainda de acordo com esses autores “*as transferências cresceram não apenas em valores reais, mas também em proporção do PIB, em ritmo mais acelerado que as outras despesas diretas. Dito de outra forma: a expansão das despesas não financeiras tem se dado quase exclusivamente pelo componente das transferências, com alguma inflexão nesta tendência depois da crise*” (Orair e Gobetti, 2010; p. 88).

Os dados (ver Rodrigues e Bastos 2010) indicam que, para o período em questão, as despesas diretas não financeiras se mantiveram relativamente constantes como proporção do PIB (cerca de 5%). Apesar do comportamento regular dessas despesas, houve uma mudança de composição na qual o consumo intermediário⁵⁷ perdeu participação, ao contrário do observado para salários⁵⁸ e formação de bens de capital⁵⁹.

Entre 2002 e 2008, as transferências intergovernamentais cresceram em média 7,75% ao ano. Desagregadas, as transferências legais/constitucionais; as para programas de saúde/educação; e as voluntárias⁶⁰ cresceram em média 7,6%, 11,8% e 1,7% ao ano, respectivamente.

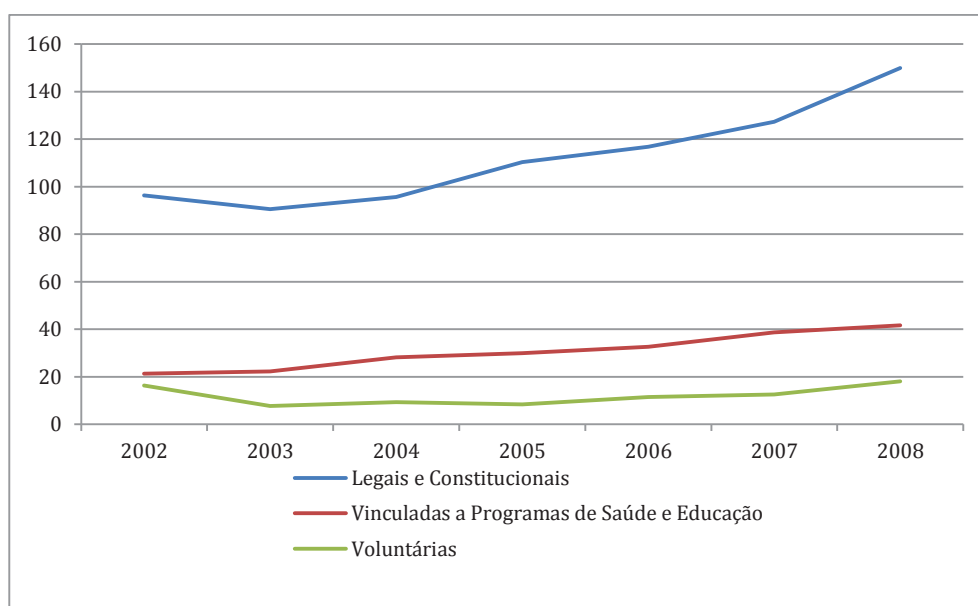
⁵⁷ A queda no consumo intermediário ocorrida nos anos 2003/2004 ocorreu em grande medida em função de uma mudança na “gestão da saúde” do governo federal. Ou seja, o governo federal deixou “de contratar diretamente determinados serviços públicos na área de saúde, transferindo recursos aos estados e municípios” (Orair e Gobetti, 2010; p. 92).

⁵⁸ Entre 2002 e 2009 o número de servidores em atividade no executivo federal cresceu, aproximadamente 14%. Esta elevação reflete o processo de substituição de terceirizados e a “estratégia do governo federal de reestruturar determinadas carreiras e expandir outras, principalmente na área de ensino superior” (Orair e Gobetti, 2010; p. 90).

⁵⁹ A formação bruta de capital fixo, apresentou após o primeiro ano de ajuste fiscal do governo Lula, uma tendência de crescimento praticamente constante. Note-se no entanto, que a taxa de crescimento é baixa e no ano de 2008 a participação desta despesa não chegava a 0,5% como proporção do PIB

⁶⁰ Note-se que estes três tipos de transferências compõem a totalidade das transferências intergovernamentais.

Gráfico 21 - Evolução das Transferências Intergovernamentais - em R\$ bilhões



Fonte: elaboração própria a partir de Orair e Gobetti 2010.

A tabela que se segue indica que as transferências vinculadas a programas de saúde e educação aumentaram seu peso no total das transferências intergovernamentais (de 16% para 19,9%). Além do efeito contábil já descrito (mudança de gastos em consumo intermediário para essas transferências), tal ganho pode ser explicado:

“por um lado, pela regra da Emenda Constitucional no 29, que obriga o governo federal a manter seus gastos em ações de saúde crescendo à mesma taxa do PIB, e por outro lado pelo reforço orçamentário de diversos programas, entre os quais se destaca a complementação da União para financiamento do ensino básico de estados e municípios, que passou de R\$ 383 milhões em 2006 para R\$ 5,3 bilhões em 2009” (Orair e Gobetti, 2010; p. 94).

Tabela 15 - Transferências Intergovernamentais (2002-2008) - (em R\$ bilhões)

	2002(a) *	(%)	2008(b)*	(%)	Δ (b-a)*	part. em Δ (%)
Legais e Constitucionais	96,3	71,9	150,0	71,5	53,6	70,9
Vinculadas a Programas de Saúde e Educação	21,4	16,0	41,7	19,9	20,3	26,9
Voluntárias	16,3	12,2	18,0	8,6	1,7	2,3
Total (intergovernamentais)	134,0	100,0	209,7	100,0	75,7	100,0

Fonte: elaboração própria a partir de Orair e Gobetti 2010

Note-se, entretanto, que essa discussão tem relevância apenas para a análise das finanças federais e para a identificação de elementos que pressionam a expansão dos dispêndios. Do ponto de vista macroeconômico essas transferências intergovernamentais só terão impacto nas medidas que os estados e municípios utilizem-nas para realização de gastos diretos (saúde e educação). Assim, é importante analisar o setor público agregado para que esses efeitos intergovernamentais sejam eliminados.

A despeito do crescimento observado nas transferências intergovernamentais, o principal determinante da expansão das transferências como um todo foram as direcionadas às famílias que, entre 2002 e 2008, aumentaram sua participação no PIB em aproximadamente 1,2%. Note-se que esta expansão se deveu, em grande parte, a uma estratégia deliberada do governo “*federal de promover redistribuição de renda via gasto social, por meio da política de expansão do Bolsa Família e, principalmente, de valorização do salário mínimo, que funciona como referência para grande parte dos benefícios assistenciais e previdenciários*”. (Orair e Gobetti, 2010; p. 96).

O efeito redistributivo das políticas de expansão do salário mínimo (ver Saboia 2007) e das políticas de transferência na expansão dos rendimentos da população mais pobre têm como implicação quase direta o fortalecimento da demanda. A baixa propensão a poupar desta camada da população e seu padrão de consumo intensivo em bens-salário, conferem a estas transferências um grande poder de estímulo à demanda doméstica e, conseqüentemente, à produção e ao emprego. Neste sentido, a transferência de renda promovida via previdência e outros benefícios sociais (entre os anos 2002/2008 com a consolidação de um novo padrão de gastos da administração pública) foi um dos fatores que contribuíram para amortecer os impactos da crise.

De acordo com Rodrigues e Bastos (2010), em 2006, começa uma fase de maior relaxamento fiscal, em comparação com a primeira metade da década de 2000. Estes autores, consideram a troca de ministros da fazenda⁶¹ o ponto de inflexão em relação às diretrizes de política fiscal. De 2005 para 2006, o superávit primário em relação ao PIB apresentou uma queda de aproximadamente 0,6% e em janeiro de 2007 foi lançado o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) indicando claramente uma orientação, pelo menos segundo o discurso oficial, mais desenvolvimentista. O PAC teria como objetivos promover

⁶¹ Em princípios de 2006 uma crise política deflagrada após denúncias de corrupção contra o ministro da Fazenda Antônio Palocci levou à sua substituição pelo então presidente do BNDES Guido Mantega.

“a retomada do planejamento e execução de grandes obras de infraestrutura social, urbana, logística e energética do país, contribuindo para o seu desenvolvimento acelerado e sustentável” (<http://www.pac.gov.br/sobre-o-pac>) bem como “aumentar o investimento público e privado; estabelecer um novo modelo de crescimento; capacitar o país para encarar os desafios de um mundo globalizado no qual a China emerge como uma grande potência econômica; e resgatar a visão e o planejamento de longo prazo” (Ministério da Fazenda 2007, pág. 3).

Assim, pode-se argumentar que a resposta à crise por intermédio dos investimentos público, a despeito do seu caráter efetivamente contracíclico, inseriu-se em boa medida num programa de prazo mais longo, visando o desenvolvimento econômico.

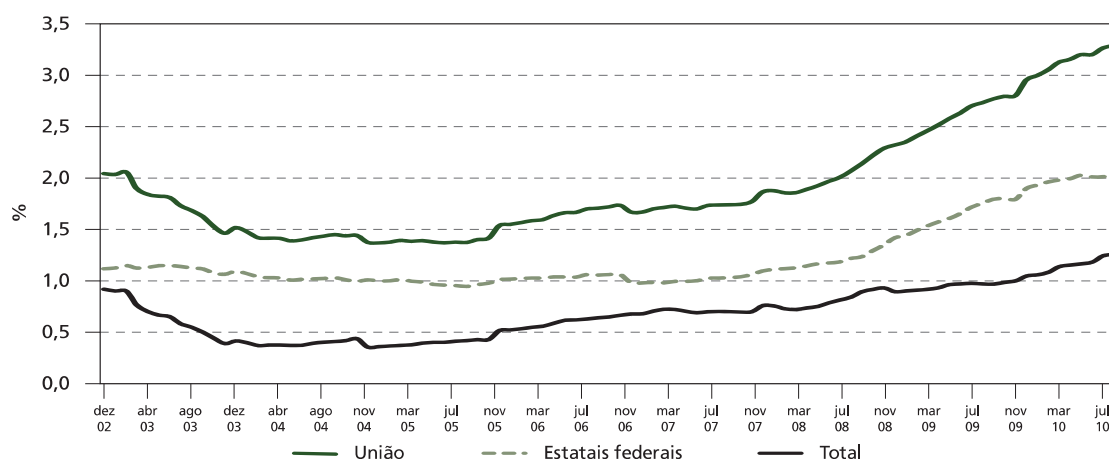
Resposta à crise

A resposta do governo federal à crise, no âmbito fiscal, baseou-se em cinco principais frentes, a saber: (i) expansão dos investimentos do PAC; (ii) programa Minha Casa Minha Vida, com R\$28 bilhões em subsídios e R\$60 bilhões em investimentos; (iii) Plano Safra 2009/2010, com R\$107 bilhões (2009-2010); (iv) manutenção e expansão dos programas sociais (bolsa família - R\$12 bilhões - e reajuste do salário mínimo que injetou R\$20 bilhões na economia em 2009); e (v) redução de tributos: IRPF, IPI, IOF, PIS/COFINS.

De fato, após a quebra do Lehman Brothers houve uma elevação significativa dos gastos públicos em relação ao PIB nos trimestres subsequentes à crise. No entanto, deve-se atentar para o fato de que a elevação dessa razão deveu-se mais à queda do PIB em termos reais do que a um aumento real dos gastos. De acordo com Dos Santos (2010), os dados das contas nacionais indicam que as gastos do governo tiveram “*um aumento real de cerca de 1,6%⁶² entre o terceiro trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2009*” (Dos Santos, 2010; p. 53). Tal crescimento no consumo do governo foi determinado pela conta de salários, uma vez que, conforme visto, o consumo intermediário apresentou tendência à queda, desde 2002 até o segundo trimestre de 2009.

⁶² Note-se que o indicador de despesa direta como proporção do PIB apresentou um desempenho ainda melhor dado que, neste período houve queda de aproximadamente 1,5% do PIB em termos reais.

Gráfico 22 - Investimentos Públicos Federais (% do PIB)



Fonte: Extraído de Orair e Gobetti, 2010.

O gráfico 22 indica que a rubrica despesa de capital fixo também teve uma melhora significativa a partir do final de 2007. Os dados de Rodrigues e Bastos (2010) apontam um crescimento real das despesas com capital fixo de 10,4% no ano de 2009. A desagregação destes investimentos realizada por Orair e Gobetti (2010), auxilia o desenvolvimento de uma análise “qualitativa” destes investimentos.

A tabela 16 deixa claro que os investimentos em infraestrutura determinaram, de modo geral, a retomada dos investimentos. A magnitude dos aportes da Petrobras chama a atenção, visto que, na média do triênio 2007/2009 representaram pouca mais da metade dos investimentos federais totais. Segundo Orair e Gobetti (2010) a elevação dos investimentos da Petrobras coincidiu com as descobertas relacionadas ao pré-sal, em meados de 2007, e prosseguiram em franca expansão em 2008 (ano no qual teve início a exploração do pré-sal) e em 2009, quando os investimentos da Petrobrás foram desconsiderados no cálculo da meta de superávit primário.

Tabela 16 - Composição dos Investimentos Públicos Federais (valores em R\$ milhões de julho de 2009)

	2007	(%)	2008	(%)	2009	(%)
Infraestrutura econômica	37,8	70,5	50,2	69,7	67,5	73,6
grupo Petrobras	26,6	49,7	37,9	52,7	51,1	55,7
grupo Eletrobras	3,4	6,4	4,0	5,6	5,2	5,7
Transportes	7,7	14,4	8,2	11,4	11,2	12,2
Transporte aéreo	1,1	2,1	1,0	1,4	1,1	1,2
Transporte rodoviário	5,5	10,3	5,3	7,4	7,8	8,5
Transporte ferroviário	0,6	1,0	1,0	1,3	1,0	1,1
Transporte hidroviário	0,5	1,0	0,9	1,2	1,3	1,4
Demais investimentos	15,8	29,5	21,8	30,3	24,2	26,4
Empresas estatais	1,7	3,1	2,2	3,0	2,8	3,1
União	14,1	26,4	19,6	27,2	21,4	23,4
Infraestrutura urbana	1,9	3,6	5,2	7,3	4,8	5,2
Infraestrutura hídrica	0,8	1,5	1,5	2,1	2,3	2,5
Defesa nacional	1,7	3,2	2,7	3,8	3,3	3,6
Educação	1,5	2,8	2,4	3,3	2,9	3,2
Segurança pública	1,3	2,4	1,2	1,7	1,6	1,7
Não classificados	6,9	12,9	6,5	9,1	6,6	7,2
Invest. públicos federais	53,6	100,0	71,9	100,0	91,7	100,0

Fonte: Orair e Gobetti (2010).

Outras duas rubricas relevantes para os investimentos federais em infraestrutura foram a Eletrobras e o setor de transportes⁶³. A composição dos investimentos federais, concentrada, sobretudo, em determinados setores de infraestrutura, é explicada, em alguns casos, pelo próprio marco regulatório de certas atividades (exploração de petróleo, geração de energia, por exemplo) ou por características intrínsecas ao setor, como altos riscos, baixa rentabilidade ou a necessidade de aportes iniciais elevados que desencorajam o investimento privado. Vale sublinhar que os investimentos públicos desempenham um papel central no

⁶³ Note-se que, por motivos óbvios, esta seção ratifica/complementa a análise realizada na seção 2.3.1 que trata da atuação do BNDES.

crescimento econômico, não só pelo efeito direto que exercem sobre a demanda agregada, mas também pelo fato de garantir, em princípio, infraestrutura adequada para sustentar o investimento privado.

Entre 2004 e 2008, a retomada do crescimento econômico⁶⁴ teve como resultado um aumento da arrecadação tributária. Conforme mostra a tabela 17, a carga tributária bruta como percentual do PIB alcançou seu recorde em 2008.

Tabela 17 – Evolução da Relação Carga Tributária Bruta/PIB (2002 – 2009)

Ano	Em %	Ano	Em %
2002	32,35	2006	34,12
2003	31,90	2007	34,71
2004	32,82	2008	34,86
2005	33,83	2009	33,70

Fonte: IBGE.

No caso da arrecadação, a quebra do Lehman Brothers também significou um ponto de inflexão. De maneira geral, a crise afetou a arrecadação por três vias. A primeira, e a mais óbvia, foi derivada do estreitamento da base de tributação ocasionado pelo desaquecimento da economia. *“Dito de outro modo, a crise implicou a diminuição da produção e da geração de renda e de empregos – contribuindo diretamente, assim, para a queda na arrecadação dos impostos sobre produtos, dos tributos sobre lucros e salários e das contribuições previdenciárias e para fundos públicos”* (Dos Santos, 2010; p. 34). A segunda deveu-se a uma mudança na composição do produto em que setores importantes para arrecadação tributária perderam participação (a indústria, por exemplo). Por último, esteve a iniciativa do governo de reduzir determinadas alíquotas (IPI de diversos setores relevantes, imposto de renda de pessoa física e Cide-combustíveis⁶⁵) que, por óbvio, afetou negativamente a arrecadação.

Estes três efeitos combinados implicaram uma aguda queda da carga tributária bruta. Note-se que todos os principais impostos e contribuições (IPI, Cofins, ICMS, II, IOF, ISS e a CIDE-combustíveis) apresentaram crescimento real negativo, nos três primeiros trimestres de 2009. A arrecadação nominal destes tributos também decresceu (exceto ICMS), a despeito de um IPCA de 4% para o período.

⁶⁴ Neste período a taxa média de crescimento real da economia foi de aproximadamente 4,5% ao ano.

⁶⁵ Esta alíquota já havia sido reduzida em maio de 2008.

Segundo Dos Santos (2010), os impostos sobre a renda, patrimônio e capital também apresentaram evolução negativa, em 2009. O agregado do imposto de renda (IR), da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) e do IPVA registrou uma queda de aproximadamente 1% do PIB no segundo e no terceiro trimestre de 2009, comparativamente aos mesmos trimestres do ano anterior.

A análise isolada de dois impostos específicos permite avaliar os efeitos efetivos da política tributária do governo. A primeira diz respeito à arrecadação do IPVA que apresentou aumento real relevante no período, o que refletiu a elevação da venda de automóveis então estimuladas pela redução do IPI incidente sobre o produto. A segunda refere-se do aumento real do IR retido na fonte resultante da manutenção do nível de emprego durante a crise.

Por fim, autores como Rodrigues e Ferreira (2012) quantificam o resultado fiscal das políticas de gastos/arrecadação do governo Federal contabilizando os impactos diretos dos gastos (consumo intermediário e investimento), os impactos induzidos via transferências e elevação dos salários⁶⁶ e os impactos induzidos pela redução na tributação. A tabela que se segue resume os resultados encontrados pelos autores e corrobora a hipótese de que a política fiscal teve, de fato, efeito anticíclico.

Tabela 18- Impacto Fiscal do Governo Central Brasileiro - em % do PIB

	1º trimestre	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre
2006	1,19	0,42	1,19	1,2
2007	-0,33	1,11	0,92	0,06
2008	-1,42	-0,56	-0,97	0,41
2009	4,68	5,16	4,79	-2,57
2010	2,15	-0,03	0,19	0,32

Fonte: extraído de Rodrigues e Ferreira 2012.

⁶⁶ Ver Rodrigues e Ferreira (2012) e Rodrigues e Bastos (2010).

3 Setor Externo

3.1 Comércio Exterior

Entre 2000 e 2008, o comércio internacional apresentou um crescimento médio anual de aproximadamente 12,2%, o que elevou o volume de exportações mundiais de U\$ 6,39 trilhões (2000) para aproximadamente U\$ 16,13 trilhões (2008). No mesmo período as exportações brasileiras cresceram em média 17,3% ao ano, aumentando o *market-share* do país nas exportações globais de 0,88% (2000) para 1,26% (2008). Concomitantemente, o crescimento das vendas externas refletiu-se num aumento do coeficiente de exportação que saltou de 8,5%, em 2000, para 12,6%, em 2008⁶⁷.

Conforme discutido no primeiro capítulo deste trabalho, a crise financeira internacional gerou uma redução nos fluxos de comércio internacionais da ordem de 40%. Dada a sua importância, o comércio exterior foi uma via de transmissão relevante dos efeitos da crise internacional sobre a economia brasileira. Assim, esta seção objetiva acompanhar a trajetória do comércio exterior brasileiro no período 2007/10, analisando, de início, o comportamento de seus fluxos. Além disso, procura discutir em que medida a crise produziu possíveis mudanças na estrutura da pauta exportadora e nas principais parcerias comerciais do país.

Entre 2007 e 2008, as exportações brasileiras cresceram expressivamente, do mesmo modo que as importações. Contudo, o crescimento mais acelerado das importações implicou tendência à queda do saldo comercial do país que caiu de cerca de US\$40 bilhões, em 2007, para aproximadamente US\$24,8 bilhões, em 2008.

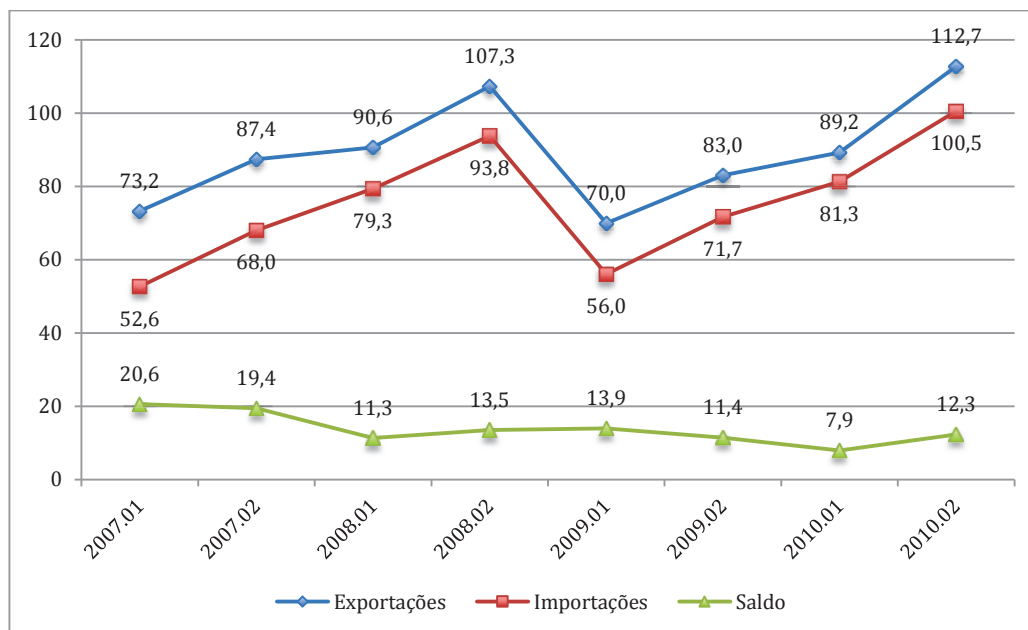
Os efeitos da crise sobre o comércio exterior do país apareceram com força, já no primeiro semestre de 2009. De fato, neste semestre as exportações caíram para US\$70 bilhões, contra os US\$107 bilhões e US\$ 90 bilhões observados no segundo e no primeiro semestres de 2008, respectivamente. Do mesmo modo, as importações caíram fortemente, o que fez com que o saldo comercial permanecesse relativamente estável. A partir do segundo semestre de 2009, tanto exportações quanto importações começaram a recuperar-se e, em 2010, já superavam, em valor, os níveis pré-crise (2008), como mostra o gráfico que se segue. Sublinhe-se que o período (2007/10) foi marcado por persistente redução do saldo comercial

⁶⁷ Indicadores calculados a partir de dados do MDIC e do BCB.

do país: US\$ 40,0 bilhões em 2007, US\$24,8 bilhões, em 2008, US\$ 25,3 bilhões, em 2009, e US\$20,2 bilhões, em 2010.

Gráfico 23 - Brasil: Exportações, Importações e Saldo Comercial

Evolução semestral: 2007/10 (em US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Secex/MDIC.

O crescimento do valor das vendas externas brasileiras no biênio em que os impactos da crise sobre o comércio ainda não haviam se manifestado (2007/08) explica-se principalmente por ganhos de preços. De fato, nesse período os preços das exportações aumentaram substantivamente, ao contrário do observado para o quantum, que apresentou relativa estabilidade. Inversamente, o aumento das importações esteve relacionado à elevação do quantum, que cresceu mais aceleradamente que preços.

A forte redução no valor das vendas externas brasileiras no imediato pós-crise (primeiro semestre de 2009) resultou de queda acentuada dos preços das exportações, fato derivado, em grande medida, da redução dos preços das *commodities*. À diminuição dos preços de exportação somou-se ainda uma contração das quantidades exportadas, mesmo que em menor proporção. No segundo semestre de 2009, quantidades exportadas e principalmente preços iniciam trajetórias de recuperação, o que possibilitou que o volume exportado em 2010 (US\$ 201,9 bilhões) já ultrapassasse o de 2008 (R\$197,9 bilhões). Mais uma vez o comportamento dos preços das *commodities*

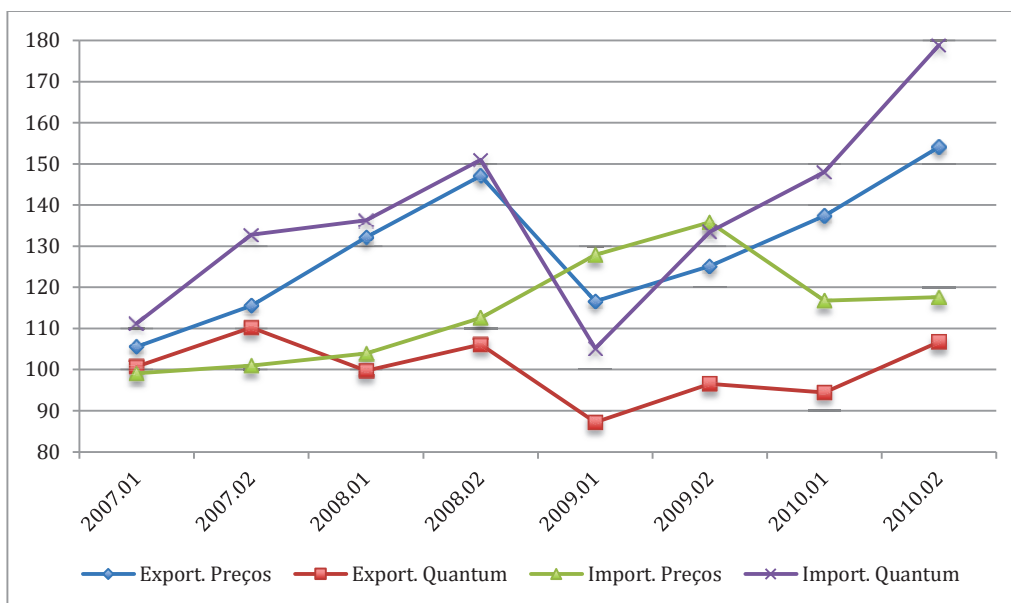
foi um elemento relevante nesse processo dado que começaram a se recuperar, ainda em 2009.

Por seu turno, a queda no valor das importações brasileiras no primeiro semestre de 2009, refletiu uma diminuição do quantum, visto que os preços dos produtos importados mantiveram tendência à alta até o segundo semestre de 2009 e somente começaram a declinar a partir do primeiro semestre de 2010. Sublinhe-se que a forte redução do quantum importado no primeiro semestre de 2009, foi seguida de forte recuperação, já no segundo semestre de 2009.

Em síntese, a análise dos índices de *quantum* e de preços das exportações e das importações brasileiras no período considerado (2007/10) indica que o comportamento das vendas externas do país refletiu mais fortemente movimentos de preços, ao passo que o comportamento das importações esteve associado a variações de *quantum* (ver Gráfico24). De fato, a queda do valor das exportações brasileiras no imediato pós-crise (primeiro semestre de 2009) foi consequência mais direta da queda de preços (principalmente das *commodities*), os quais, antes da crise, vinham subindo num ritmo suficiente para garantir o aumento do valor exportado, num quadro de redução das quantidades. A partir do segundo semestre de 2009 o valor das exportações e das importações voltaram a crescer. O primeiro estimulado por variações positivas nos preços e o segundo nas quantidades.

Gráfico 24- Brasil: Exportações e Importações

Evolução semestral do quantum e dos preços: 2007/10*



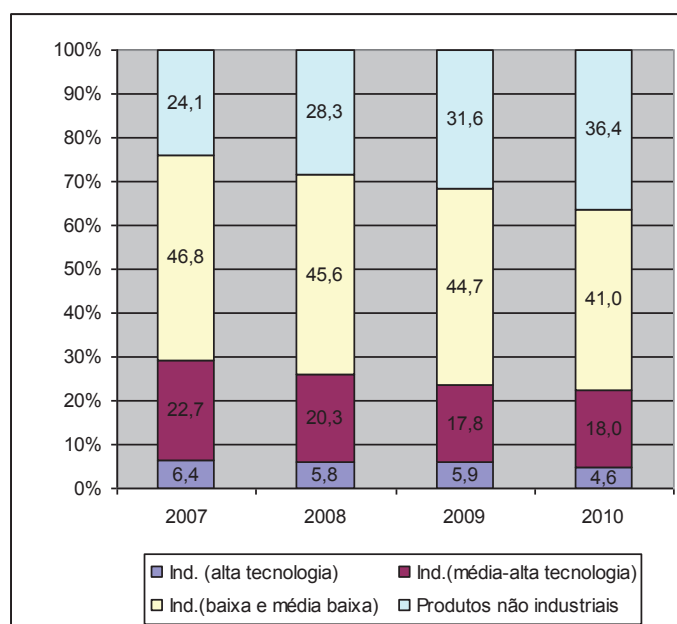
Fonte: elaboração própria a partir de dados da Funcex.

* Média 2006=100

No quadriênio 2007/10, os produtos não industriais (entre os quais se destacam *commodities* agrícolas) e os produtos industriais de baixa e de média-baixa tecnologia ganharam participação nas exportações do país. Somados, em 2007, representavam 70,9% do total das vendas externas do país, proporção que avançou para 77,4%, em 2010. Tal crescimento resultou da importância crescente dos produtos não industriais nas exportações brasileiras, concomitante à queda do peso de produtos industriais de alta e de média-alta tecnologia (ver Gráfico 25). Isso indica um empobrecimento da pauta exportadora avaliada pelo conteúdo tecnológico de seus produtos⁶⁸ e parece apontar uma tendência já em curso, que se aprofundou com a crise. Essa evidência tem alimentado o debate sobre um possível processo de desindustrialização da economia brasileira, mesmo que isoladamente seja insuficiente para caracterizar tal processo.

⁶⁸ Entre os cinco setores exportadores (CNAE) mais relevantes (que respondem em conjunto por mais de 50% das vendas externas) somente "veículos automotores, reboques e carrocerias" são itens tipicamente industriais de maior conteúdo tecnológico.

Gráfico 25 - Brasil: Exportações - Distribuição por conteúdo tecnológico: 2007/10 (em %)

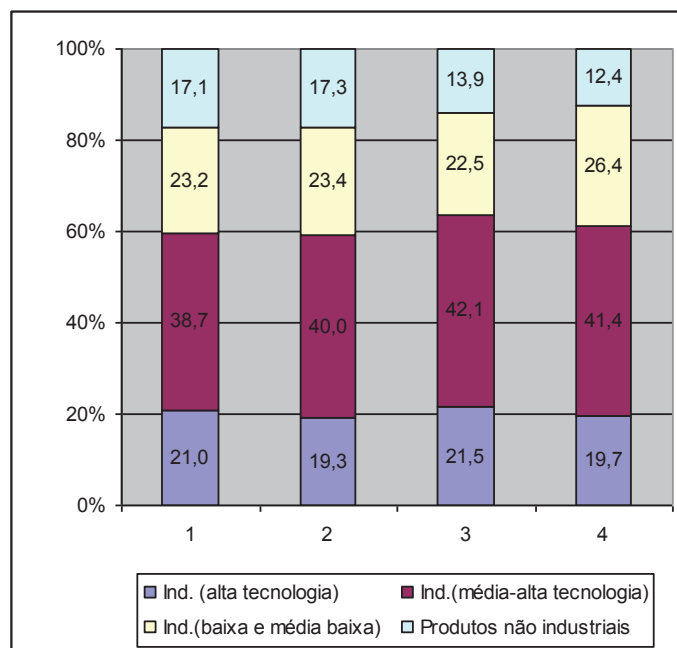


Fonte: elaboração própria a partir de dados Secex/MDIC

A análise da pauta importadora do país mostra, ao contrário, a preponderância de produtos industriais de alta e de média alta tecnologia⁶⁹. Ao longo do período analisado, a participação destes grupos de produtos nas compras externas do país gravitou em torno de 60%, proporção muito superior à encontrada para as exportações. Por sua vez, o peso dos produtos não industriais apresentou redução, acompanhada de moderada elevação da participação dos produtos industriais de baixa e de média-baixa tecnologia. Grosso modo, após a crise, a distribuição das importações por conteúdo tecnológico não apresentou alterações significativas (ver Gráfico 26).

⁶⁹ Diferentemente do observado para o caso das exportações, todos os cinco setores (CNAE) importadores mais importantes apresentam maior conteúdo tecnológico: produtos químicos, máquinas e equipamentos, extração de petróleo, material eletrônico e de comunicações e veículos automotores, reboques e carrocerias.

Gráfico 26 - Brasil: Importações - Distribuição por conteúdo tecnológico: 2007/10 (em %)



Fonte: elaboração própria a partir de dados Secex/MDIC

A análise da evolução do saldo comercial discriminado por conteúdo tecnológico mostra que, no quadriênio 2007/10, o país apresentou déficits crescentes para os grupos de produtos industriais de alta e de média-alta tecnologia, compensados por superávits nos grupos de produtos industriais de baixa e média-baixa tecnologia e de produtos não industriais (ver Tabela 19). Este último grupo gerou superávits crescentes que amorteceram a tendência à queda observada para o saldo global, desde o início do período.

A circunstância anterior parece indicar que o comércio exterior brasileiro tem aumentado sua dependência das transações comerciais de produtos de menor conteúdo tecnológico, com destaque para as *commodities* agrícolas e minerais. E, como afirmam Michel e Squeff (2010), “a fragilidade desse modelo fica mais evidente quando se considera o efeito dos preços nos resultados comerciais dos produtos exportados, haja vista que a variação do índice de preço foi bem superior à variação do índice de quantum.”⁷⁰

⁷⁰ Renaut Michel e Gabriel Coelho Squeff *Balança comercial e especialização regressiva*. Publicado Valor Econômico 16/07/2010.

Tabela 19 - Brasil: Saldo Comercial - Distribuição por conteúdo tecnológico: 2007/10
(Em US bilhões)

	2007	2008	2009	2010
Ind. (alta tecnologia)	-15,0	-21,9	-18,4	-26,5
Ind.(média-alta tecnologia)	-10,1	-29,2	-26,5	-39,0
Ind.(baixa e média baixa)	47,1	49,8	39,6	34,7
Produtos não industriais	18,1	26,0	30,6	51,0
Total	40,0	24,7	25,3	20,3

Fonte: elaboração própria a partir de dados Secex/MDIC

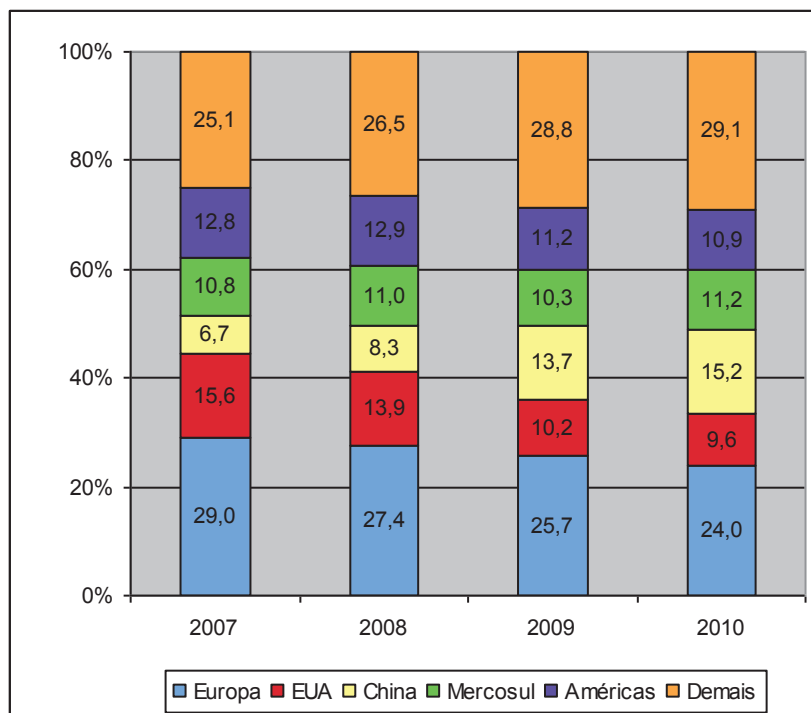
No período 2007/10, os EUA e os países europeus perderam peso como mercado de destino das exportações brasileiras, enquanto que as participações dos países do Mercosul e dos demais países da América do Sul, Central e Caribe permaneceram relativamente estáveis. Por sua vez, a participação da China ganhou importância, saltando de 6,7%, em 2007, para 15,2%, em 2010. Na verdade, isoladamente, a China tornou-se o principal destino das exportações do país no ano que se seguiu à crise (2009), ultrapassando os EUA, até então o principal parceiro comercial do país (ver Gráfico 27). O relevo da China para as exportações brasileiras deve-se ao fato de o crescimento da economia e das importações chinesas terem sido menos afetados pela crise, comparativamente ao verificado para parceiros comerciais relevantes, como os EUA e os países da União Europeia. Isso explica o fato de, “entre 2008 e 2009, no auge da crise financeira, as exportações brasileiras terem caído de US\$197 bilhões para US\$ 152 bilhões, ao contrário das exportações do país para a China que cresceram de US\$16 bilhões para mais de US\$ 20 bilhões”⁷¹.

Vale enfatizar que as exportações dirigidas à China são altamente concentradas em commodities, com destaque para o minério de ferro e para os produtos do complexo da soja, diferentemente das exportações para os EUA, mais diversificadas e com maior peso de produtos manufaturados. Consequentemente, a proeminência da China na pós-crise é a contraface da queda da participação dos produtos de maior conteúdo tecnológico na pauta exportadora do país, discutida anteriormente⁷².

⁷¹ De Negri, F. e Alvarenga, G. *A primarização da pauta de exportações no Brasil: ainda um dilema*. Boletim Radar nº 13, (IPEA), abril de 2011.

⁷² De acordo com De Negri, F. e Alvarenga, G. (2011), entre 2007 e 2010 a participação das commodities nas exportações brasileiras aumentou dez pontos percentuais, alcançando 51% do total, em 2010.

Gráfico 27 - Brasil: Exportações - Distribuição por mercados de destino selecionados: 2007/10 (em %)



Fonte: elaboração própria a partir de dados Secex/MDIC

Obs. Américas: América do Sul, Central e Caribe, exclusive Mercosul.

Como sublinhado por alguns analistas⁷³, era previsto que a crise internacional gerasse alterações significativas em variáveis determinantes do desempenho das exportações brasileiras. Duas delas (queda da demanda internacional e queda do preço das *commodities*) teriam impactos negativos sobre as exportações, ao passo que uma outra (desvalorização do real) agiria no sentido inverso. Todavia, o que se viu pós-crise foi que, em função do efeito-China, a demanda por commodities não caiu e seus preços recuperaram-se, após um breve período de queda. Como resultado as exportações brasileiras voltaram a crescer, ainda que agravando sua especialização em produtos de baixo conteúdo tecnológico e sua dependência em relação ao mercado chinês.

O comportamento do comércio exterior brasileiro no período 2007/10 discutido nesta seção parece, assim, confirmar a tese de que a crise apenas reforçou tendências já em curso desde o

⁷³ Ver De Negri, F. e Passos, M.C. *A crise e o padrão de especialização comercial brasileiro*. Boletim Radar nº 2, (IPEA), junho de 2009.

início dos anos 2000, entre as quais a especialização regressiva das exportações brasileiras. Sobre este ponto Castilho (2011 p. 98) afirma:

“algumas mudanças, sobretudo na pauta de exportações - inicialmente atribuídas à crise - mostraram-se persistentes e têm reforçado tendências observadas ao longo da década. Em outras palavras, as tendências de curto prazo acentuaram tendências estruturais que vinham se manifestando, desde o início do milênio, na especialização da economia brasileira”.

3.2 Fluxos de Capitais (conta financeira)

Conforme discutido na seção 2.2, que tratou da política monetária, para que o mecanismo de controle inflacionário praticado (aumento da taxa de juros interna → aumento de *spread* internacional → entrada de capitais → valorização do real) funcione, os influxos de capitais estrangeiros deveriam ser, em tese, sensíveis a variações na taxa de juros. Em outras palavras, a política monetária adotada pelo BACEN relaciona-se à resposta do capital estrangeiro, considerando sua “velocidade de reação” e sua sensibilidade a variações na taxa de juros. Assim, a política de estabilização praticada, impacta e ao mesmo tempo é impactada pelos movimentos do capital estrangeiro, especialmente o de curto prazo. Por isso, esta seção tem como objetivo central examinar a evolução da conta de capital e financeira do balanço de pagamentos brasileiro no período 2007/10, sublinhando os mecanismos que determinaram sua susceptibilidade à crise. Antes, porém, resume brevemente o comportamento da conta de rendas, um dos componentes do balanço de transações correntes, fortemente afetado pela crise.

A tabela 20 que se segue mostra que, no biênio 2007/08 o envio de rendas de investimentos para o exterior cresceu 38,2%, saltando de US\$29,3 bilhões, em 2007 para US\$41,1 bilhões, em 2009. A maior parcela desse aumento deveu-se ao envio de rendas relacionadas a investimento direto (lucros e dividendos), seguido do envio de rendas de investimentos em carteira (ações), ambos impelidos pela necessidade de os investidores compensarem perdas em outros mercados e cobrir necessidades de caixa derivadas das restrições de crédito então evidentes no exterior. Nesse cenário o “*crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores de portfólio em ações se revelou um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do país*”⁷⁴.

⁷⁴ IEDI (2009).

Tabela 20 - Brasil: Transações Correntes do Balanço de Pagamentos (2007/09)

(US\$ milhões)	2007	2008	2009
TRANSAÇÕES CORRENTES	1.551	-28.192	-24.302
A) Balança comercial (FOB)	40.033	24.836	25.289
A.1 Exportação de bens	160.649	197.942	152.995
A.2 Importação de bens	-120.617	-173.107	-127.705
B) Serviços e Rendas	-42.510	-57.251	-52.930
B.1 Serviços	-13.219	-16.690	-19.245
B.2 Rendas	-29.291	-40.561	-33.684
B.2.1 Renda de investimentos	-29.739	-41.106	-34.287
<i>Renda de investimento direto</i>	<i>-17.490</i>	<i>-26.776</i>	<i>-19.741</i>
<i>Renda de investimento em carteira</i>	<i>-7.065</i>	<i>-8.039</i>	<i>-9.213</i>
<i>Renda de outros investimentos (juros)</i>	<i>-5.185</i>	<i>-6.293</i>	<i>-5.332</i>
C) Transferências unilaterais correntes	4.030	4.224	3.338

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Bacen

A tabela 21 abaixo registra mostra que, em 2008, a conta de capital e financeira apresentou uma violenta redução alcançando US\$29,3 bilhões, valor 67,0% inferior ao observado para 2007 (US\$89,1 bilhões). Sublinhe-se que a conta de capital, que tem nas transferências unilaterais seu item mais relevante, não influenciou esse resultado, uma vez que apresentou desempenho positivo no biênio em foco: US\$ 1,0 bilhão em 2008, contra US\$0,76 bilhão em 2007. Conseqüentemente, as oscilações mais significativas originaram-se na conta financeira (US\$28,3 bilhões em 2008, contra US\$88,3 bilhões em 2007), razão pela qual merece análise mais detalhada.

A desagregação da conta financeira indica que a variação nos fluxos financeiros não se explica pelos movimentos de capital associado ao investimento direto. De fato entre 2007 e 2008, o saldo líquido dessa conta apresentou relativa estabilidade, refletindo sua menor sensibilidade a alterações de conjuntura, visto que se originam em decisões de produção e investimento tomadas no passado. Logo, a redução dos valores da conta financeira observada no biênio 2007/08 esteve, em última instância, relacionada a outras rubricas que não o investimento direto, com destaque para o investimento em carteira e outros investimentos (ver Tabela 21), os quais serão examinados mais adiante.

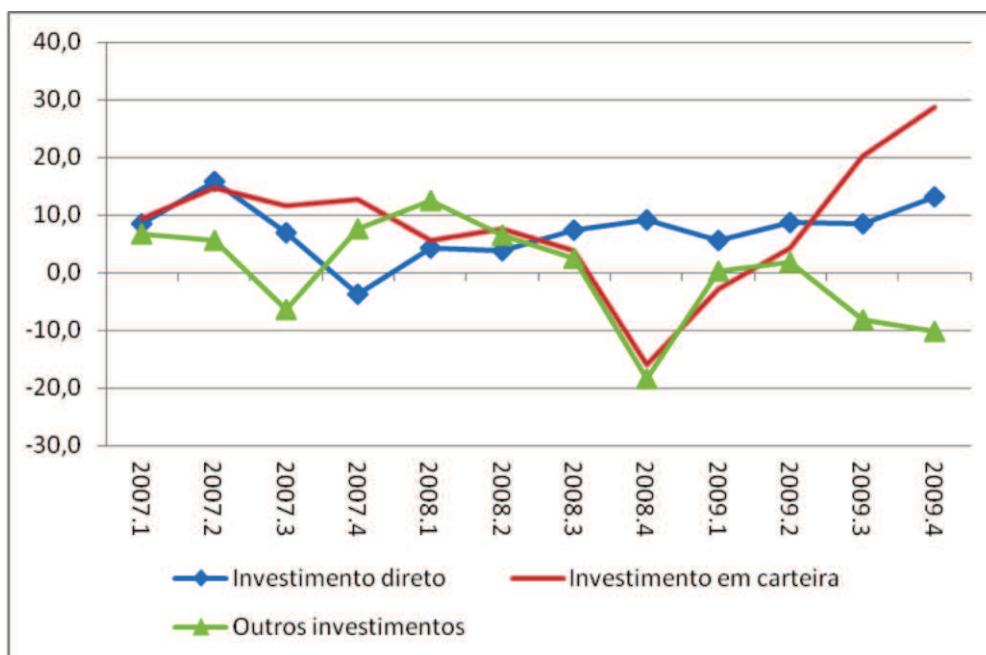
Tabela 21- Brasil: Conta Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos (2007/09)

(US\$ milhões)	2007	2008	2009
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	89,1	29,4	71,3
A. Conta Capital	0,8	1,1	1,1
A.1 Transferências unilaterais de capital	0,7	1,0	1,1
A.2 Demais	0,1	0,1	0,0
B. Conta Financeira	88,3	28,3	70,2
B.1 Investimento Direto	27,5	24,6	36,0
<i>Investimento brasileiro direto</i>	-7,1	-20,5	10,1
<i>Investimento estrangeiro direto</i>	34,6	45,1	25,9
B.2 Investimento em Carteira	48,4	1,1	50,3
<i>Investimento estrangeiro em carteira</i>	48,1	-0,8	46,2
B.3 Derivativos	-0,7	-0,3	0,2
B.4 Outros Investimentos	13,1	2,9	-16,3

Fonte: elaboração própria a partir de dados do Bacen

O gráfico a seguir registra a evolução das principais rubricas da conta financeira no triênio 2007/10, agora desagregada por trimestres. Mostra, mais uma vez, que o investimento direto não foi afetado pela crise, diferentemente do observado para o investimento em carteira e os outros investimentos. Ressalve-se que estes últimos mostraram-se superavitários em 2007, ano em que a crise já emitia seus sinais. Tal resultado estaria relacionado à “*crescente percepção externa da melhora do risco brasileiro, processo que culminou com a obtenção do “grau de investimento” pelo país no final de abril de 2008*” (dossiê IEDI, 2009; p. 13). Mesmo assim, os investimentos em carteira começaram a sofrer os efeitos perversos da crise, já no primeiro trimestre de 2008, e os outros investimentos no segundo trimestre deste mesmo ano. Ambos caíram fortemente no terceiro trimestre e atingiram valores negativos no último trimestre do ano.

Gráfico 28 – Conta Financeira: rubricas selecionadas -Evolução trimestral: 2007/09 (em US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Bacen

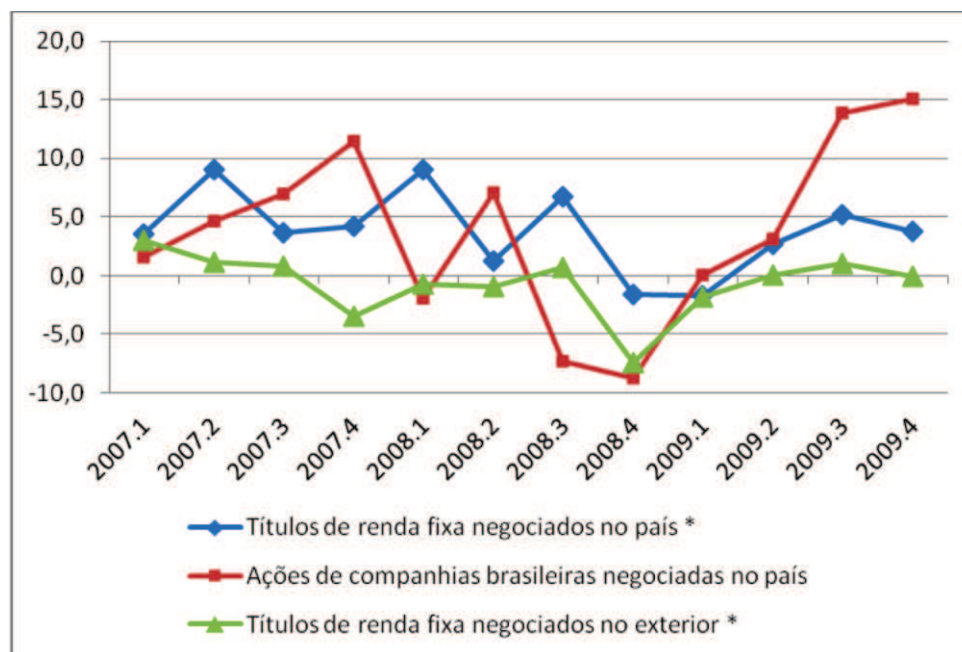
Investimentos estrangeiros em carteira

O efeito da crise nos investimentos em carteira esteve fortemente influenciado pela evolução de três de suas principais rubricas, a saber: investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras negociadas no país, em títulos de renda fixa negociados no exterior e em títulos de renda fixa negociados no país. As inversões em ações tornaram-se negativas no terceiro trimestre de 2008 em função “da liquidação de posições dos investidores estrangeiro induzidas pela deflação do preço das commodities”⁷⁵. O desempenho dos investimentos em renda fixa relacionados a emissões no exterior, já modestos ou negativos desde 2007, apresentaram queda relevante no quarto trimestre de 2008, em função da não renovação de empréstimos (*commercial papers* e títulos de curto prazo), num quadro de crise no mercado de crédito internacional. Por sua vez, os investimentos em títulos de renda fixa negociados no país também foram impactados tornando-se negativos no último trimestre de 2008 (ver Gráfico 29).

⁷⁵ IEDI (2009).

Gráfico 29 – Investimento estrangeiro em carteira

Contas selecionadas: evolução trimestral: 2007/09 (em US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Bacen
* De curto e de longo prazos

A Tabela 22 resume os resultados consolidados (ano a ano) do investimento estrangeiro em carteira, no triênio 2007/09. Indica que, em 2008, a retração destes investimentos resultou da liquidação de posições na bolsa brasileira (ações de companhias brasileiras negociadas no país) e da retração do crédito captado por intermédio da venda de títulos de renda fixa no exterior. O déficit observado só não foi mais acentuado porque contrabalançado pelas vendas de títulos de renda fixa (títulos públicos vendidos no mercado doméstico) que permaneceram em patamar expressivo (US\$15,3 bilhões), ainda que menor do que o observado em 2007. Isso foi garantido pelo “*aumento do diferencial entre os juros internos e externos – num contexto de reduções sucessivas da taxa de juros básica nos Estados Unidos e de elevação da taxa básica de juros brasileira – e pela evolução favorável do risco-país até agosto, antes do agravamento da crise internacional*”⁷⁶.

⁷⁶ IEDI (2009).

Tabela 22- Brasil: Investimentos estrangeiros em carteira: 2007/09

(Em US\$ bilhões)	2007	2008	2009
A. Investimentos estrangeiros (total)	48,1	-0,8	46,2
A.1 Ações de companhias brasileiras	26,2	-7,6	37,1
<i>Negociadas no país</i>	24,6	-10,9	32,1
<i>Negociadas no exterior (Depositary Receipts)</i>	1,6	3,3	5,0
A.2 Títulos de renda fixa LP e CP	21,9	6,8	9,1
B.2.1 Negociados no país LP e CP	20,5	15,3	10,1
<i>Títulos de renda fixa LP</i>	13,6	13,8	9,7
<i>Títulos de renda fixa CP</i>	6,9	1,5	0,4
A.2.2 Negociados no exterior LP e CP	1,4	-8,5	-1,0
<i>Bônus LP</i>	-7,9	-3,0	0,1
<i>Notes e commercial papers LP</i>	5,6	-1,6	-0,5
<i>Títulos de renda fixa CP</i>	3,7	-3,9	-0,6

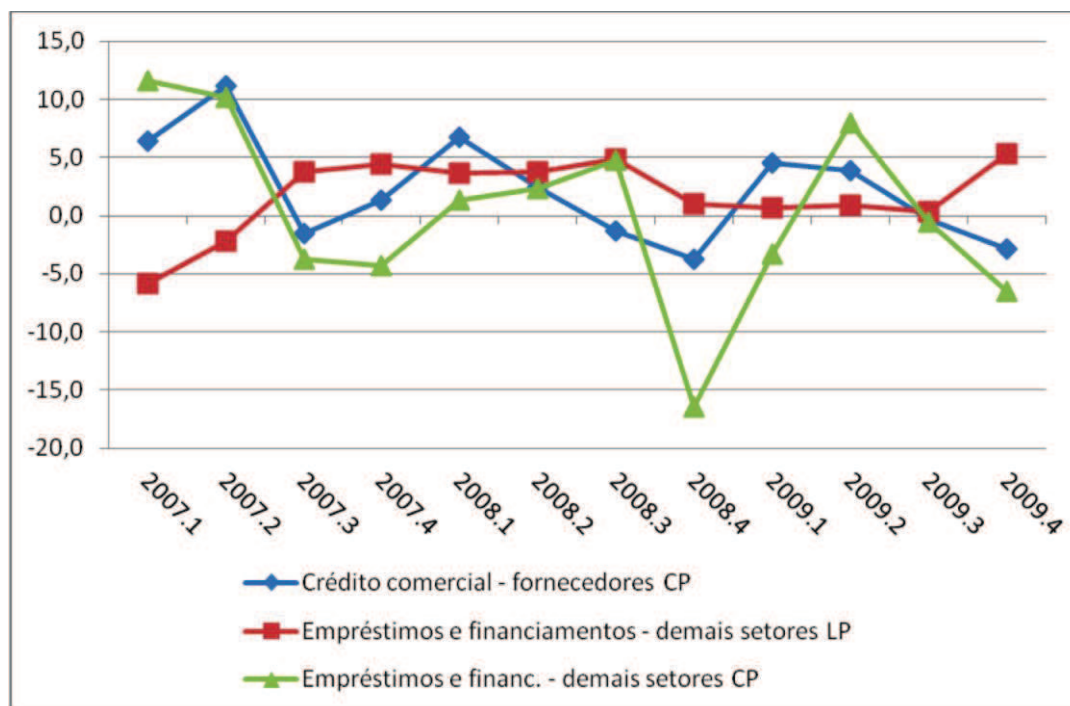
Fonte: elaboração própria a partir de dados do Bacen

Outros Investimentos

A escassez de crédito resultante da crise impactou a conta “outros investimentos” por intermédio de três rubricas principais: crédito comercial fornecedores (CP), empréstimos e financiamento aos demais setores (LP) e empréstimos e financiamento aos demais setores (CP). Os créditos comerciais de curto prazo tornaram-se (empréstimos contratados por empresas exportadoras e importadoras junto a fornecedores) deficitários nos dois últimos trimestres de 2008. Os empréstimos aos demais setores (CP) foram também fortemente impactados nestes trimestres, em especial no terceiro semestre de 2008. Trata-se neste caso de empréstimos tomados pelos bancos no exterior, para operações de arbitragem de juros ou para reforçar crédito para operações de comércio externo. Do mesmo modo, os empréstimos de longo prazo aos demais setores apresentaram queda, não chegando, contudo, a exibir deficits (ver Gráfico 30).

Gráfico 30 – Outros Investimentos Estrangeiros

Contas selecionadas: evolução trimestral: 2007/09 (em US\$ bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Bacen

A análise dos resultados acumulados de 2008 dos “outros financiamentos estrangeiros” registra que o crédito comercial de curto prazo foi reduzido para menos de um quarto do valor contratado no ano anterior, caindo de US\$ 17,2 bilhões, em 2007, para US\$4,0 bilhões em 2008. Neste ano, em conjunto com os empréstimos e financiamento de longo prazo aos demais setores (cuja captação líquida foi de US\$13,3 bilhões) foram suficientes compensar o déficit nos empréstimos e financiamento de curto prazo aos demais setores (US\$8,1 bilhões). Assim, em 2008, o resultado líquido dos “outros investimentos estrangeiros” permaneceu positivo (US\$8,1 bilhões), ainda que em patamar muito inferior ao de 2007 (US\$31,7 bilhões). No agregado, em 2008, os “outros investimentos” (soma dos investimentos brasileiros e estrangeiros) geraram um resultado positivo modesto: US\$2,9 bilhões, contra os US\$13,1 bilhões de 2007 (ver Tabela 23)

Tabela 23 - Brasil: Outros investimentos estrangeiros: 2007/09

(Em US\$ bilhões)	2007*	2008*	2009*
Outros investimentos (1)+(2)	13,1	2,9	-16,3
1. Outros investimentos brasileiros (líquido)	-18,6	-5,3	-30,4
2. Outros investimentos estrangeiros (líquido)	31,7	8,1	14,1
A. Crédito comercial - fornecedores LP e CP	17,4	4,5	4,1
Crédito comercial - fornecedores LP	0,1	0,5	-1,0
Crédito comercial - fornecedores CP (líquido)	17,2	4,0	5,1
B. Empréstimos e financiamentos LP e CP	13,7	5,2	4,9
Empréstimos e financiamentos - demais setores LP	0,1	13,3	7,2
Empréstimos e financiamentos. - demais setores CP	13,8	-8,1	-2,3

Fonte: elaboração própria a partir de dados do Bacen

Fortemente concentrada no segundo semestre, a retração dos fluxos de capitais observada em 2008 (em alguma medida alimentada pela queda dos investimentos estrangeiros em carteira e dos “outros investimentos estrangeiros”) impactou a taxa de câmbio gerando uma desvalorização relevante do real frente ao dólar. Nesse cenário o BCB interveio, atuando no mercado de câmbio à vista e futuro, o que não foi suficiente para conter a depreciação do real, então agravada por uma pressão adicional advinda da desmontagem de contratos de derivativos cambiais assinados por numerosas empresas nos mercados de balcão (doméstico e internacional), em período antecedente no qual o real estava sobrevalorizado⁷⁷. De acordo com alguns analistas, a ação do BCB poderia ter sido mais agressiva, o que teria amenizado o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação, questão que, induziu a prática de uma política conservadora para a taxa de juros que permaneceu, então, em patamares elevados⁷⁸.

⁷⁷ Contratos discutidos na seção 1.2.1. deste trabalho.

⁷⁸ Ver IED(2009)

4 Conclusão

Esta dissertação procurou analisar a resposta da economia brasileira à crise financeira internacional de 2007/2008. Por intermédio do exame de dados e de uma revisão de trabalhos que trataram a questão em seus múltiplos aspectos, procurou construir uma visão geral da economia brasileira no período, discutindo fenômenos que emergiram em decorrência da crise, relacionando-os, sempre que possível, à política econômica a eles associada.

Discutiu-se a ideia bastante difundida de que, no período, a economia brasileira apresentava um grau elevado de imunidade aos efeitos à crise. Os resultados encontrados sugerem que houve, de fato, alguns elementos que contribuíram para amortecer os impactos da crise, entre os quais as políticas anticíclicas adotadas e o padrão de crescimento com melhora da distribuição de renda que começou a se consolidar desde 2003. Em decorrência, a avaliação da eficácia das políticas fiscal e monetária, então adotadas, foi preocupação relevante do trabalho. Entretanto, é de fundamental importância ressaltar, e este trabalho buscou fazê-lo, que ao contrário de crises anteriores as condições externas foram mais favoráveis, tanto do ponto de vista comercial quanto financeiro. Por um lado, com o surgimento da China como importante polo econômico dotado de vontade e capacidade para sustentar elevadas taxas de crescimento, o Brasil pode se beneficiar de uma rápida recuperação no comércio internacional. Por outro, não obstante a aguda reversão dos fluxos financeiros no final de 2008, já em 2009 estes haviam retornada a seus patamares anteriores à crise. Várias razões para esses fatos foram aqui destacadas, desde a reduzida taxa de juros e forte liquidez no mercado internacional até a postura altamente cooperativa do FED norte-americano que estendeu linhas de swaps cambiais para que vários países pudessem superar movimentos de fuga de capital no momento mais crítico da crise. Esse quadro, obviamente se contrasta com o observado na entrada dos anos 1980.

Do ponto de vista interno, inicialmente procurou-se entender e demonstrar a lógica verdadeira da operacionalidade monetária do BACEN na qual a elevação da taxa interna de juros (Selic) resulta de um modelo de gestão macroeconômica no qual o principal objetivo é a contenção da inflação e que, apesar da interpretação equivocada dos adeptos do *novo consenso* sobre a via de atuação dos juros sobre os preços, a política tem sido exitosa.

A elevação da taxa de juros no princípio de 2008 parece ter sido uma resposta à alta nos preços das *commodities* e a hipótese de que essa elevação poderia ter efeitos perversos sobre

o nível de atividade (via diminuição no crédito e investimento) perdeu força quando confrontada com os dados sobre a evolução do crédito no período. Apesar de os dados sobre o crédito privado sugerirem alguma desaceleração, de forma alguma, o "momento" da economia brasileira em termos de aceleração do crescimento e principalmente investimento chegou a ser revertido com a elevação dos juros, a partir do início de 2008. O ponto de inflexão de praticamente todas as principais variáveis econômicas (comércio, câmbio, crédito etc.) parece ter sido a quebra do Lehman Brothers. Certamente essa consideração sobre as quantidades não isenta a elevação dos juros de seus efeitos perversos sobre a distribuição de renda seja de forma direta, através de transferência de recursos fiscais para credores, quanto indireta pelo impacto dos juros nominais sobre a remuneração do capital produtivo.

O segundo ponto sobre o qual o trabalho se estruturou diz respeito à percepção de que a política fiscal do governo teria tido efeitos anticíclicos importantes. Esta hipótese encontra respaldo em muitos indicadores de gastos e transferências, assim como na bibliografia que tentou estimar quantitativamente o efeito da expansão fiscal. A contínua redução do desemprego, a rápida recuperação da taxa de crescimento (em 2010 PIB cresceu aproximadamente 7,5% em termos reais) e a sustentação de certas atividades econômicas em plena crise (aumento na venda de automóveis, por exemplo) são indícios que apontam para o sucesso da política fiscal adotada, no período, pelo governo federal.

Juntamente com a política fiscal, o sistema financeiro público desempenhou um papel central no processo de suavização dos impactos da crise e posteriormente na rápida recuperação da economia. A expansão sem precedentes nos desembolsos do BNDES praticamente dobrando seu patamar de atividade (de R\$ 100 bilhões para R\$ 200 bilhões) e a atuação do BB e da Caixa Econômica Federal com uma expansão de 16,4% e 24,4% no volume de crédito contratado (de 2008 para 2009), em um momento de crise de confiança e diminuição de liquidez, significou o aumento da participação do setor financeiro público nas operações de crédito fato que impediu a interrupção de determinadas atividades cruciais na economia por escassez de crédito.

Em relação ao BNDES, sublinhou-se, ainda, sua atuação na crise dos derivativos cambiais, ainda que os relatos encontrados na literatura pareçam claramente insatisfatórias, é importante anotar que a solução da crise no mercado de derivativos cambiais não ocorreu sem a participação como coordenador da autoridade público, na figura do BNDES. Também não totalmente convincente parece a explicação encontrada na literatura (artigos, entrevistas,

etc.) para os incentivos determinantes da entrada das firmas na “armadilha” dos derivativos, nem tampouco o motivo apresentado pelo presidente do BNDES para justificar porque os bancos aceitaram negociar uma taxa de câmbio de encerramento dos contratos, que lhes era desfavorável, em relação à prevista nos contratos. Entretanto, a crise recente mostra que nem sempre o comportamento dos agentes econômicos é cercado de uma racionalidade absoluta. Ocorrendo ondas de comportamentos altamente especulativos com os agentes assumindo posições de risco a princípio inexplicáveis segundo padrões de comportamento prudente de gestão de ativos. Uma trilha a ser explorada em estudos futuros é justamente o impacto da elevação dos juros em 2008 sobre as empresas, principalmente médias, na sua busca por crédito com spreads mais moderados. A oferta casada de crédito e derivativos cambiais parece apontar nessa direção. Em relação ao esclarecimento do quanto o BNDES trouxe à mesa de negociação na intermediação do confronto entre bancos e empresas na crise dos derivativos cambiais, provavelmente teremos que esperar um período de tempo que torne menos sensíveis em termos políticos tais questões.

Já chamamos atenção para as condições externas internacionais distintas nesta crise, mas o Brasil também apresentava condições externas estruturais mais sólidas. A fragilidade externa apresentada pela economia brasileira em ocasiões anteriores não estava presente quando da emergência da crise. Desta vez o país contava com reservas internacionais robustas (superior a US\$200 bilhões), encontrava-se em posição credora líquida em moeda estrangeira, era alvo de um fluxo de IED relativamente estável, estimulado pelo crescimento econômico no biênio 2007/2008 e por um saldo comercial elevado (aproximadamente US\$ 40 bilhões em 2007). Tais fatores certamente inibiram uma corrida mais aguda contra o real e, conseqüentemente, impediram que a crise internacional se traduzisse em uma crise de balanço de pagamento. Nesse caso, parece se confirmar, em certa medida, a tese do *decoupling* (desacoplamento) que sugere que a trajetória de desenvolvimento de alguns países emergentes adquiriu um maior grau de autonomia em relação ao desempenho dos países desenvolvidos.

Por fim, a análise específica da balança comercial apontou para uma aceleração do processo de especialização regressiva em curso, desde o começo da década de 2000. Tal processo tem gerado uma maior fragilidade externa uma vez que subordina, em grande medida, o desempenho do balanço de pagamentos à evolução dos termos de troca.

Em conjunto, esses resultados sugerem que a política econômica praticada foi, de maneira geral, bem-sucedida no sentido de proporcionar uma rápida reação do nível de atividade

impedindo a queda do nível de emprego. Vale sublinhar que a extensão do objeto tratado neste trabalho dificultou um tratamento mais específico (aprofundado) de alguns de seus múltiplos tópicos. Não se pretendeu, de maneira alguma, esgotar as possibilidades de pesquisa sobre todos eles, mas sim estabelecer uma resenha registrando seus principais pontos, questões e debates. A atualidade do objeto e o fato de muitos de seus pontos permanecerem em aberto sugerem uma agenda de pesquisa relevante para reflexão posterior.

Entretanto, a desaceleração da economia registrada após tão bem-sucedida recuperação econômica do vale da crise de 2008, mostra que algumas das lições deste episódio não foram de todo compreendidas em sua maior dimensão. A reversão na política fiscal a partir de 2011, o contínuo ataque a utilização de bancos públicos para expansão do crédito doméstico e mesmo o surgimento de explicações para o crescimento do período baseado em efeitos defasados sobre a produtividade de reformas liberais da década de 1990, reforçam a tese de que uma melhor compreensão e uma clara exposição do comportamento da economia no período se faz necessária, e mais especificamente, de como a intervenção pública foi central na superação da crise de 2008.

Finalmente, a crise e sua superação não eliminaram, e por vezes até reforçaram problemas estruturais da economia, como procuramos mostrar, tais como a inserção pouco dinâmica no comércio internacional e redução relativa, ainda moderada, do papel da indústria no conjunto da economia. Nesse caso as políticas conjuntamente eficientes não foram capazes, e de resto não eram desenhadas para superar tais questões estruturais.

5 Referências Bibliográficas

AGUIAR, A. (2012). **Bancos Ganham na Justiça Ações contra os Derivativos.** *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 21 de novembro de 2012.

AKYUZ, Y. (2012). **The Staggering Rise Of The South?** Research Papers, 44. South Center, march 2012.

ARAUJO, L.V.; CINTRA, A.M. (2011). **O Papel dos Bancos Públicos Federais na Economia Brasileira**, texto para discussão IPEA 1604.

BARBOSA-FILHO, N. H.; SOUZA, J.A.P. (2010) **A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda.** In: SADER, E.; GARCIA, M. A (Orgs.) *Brasil: entre o Passado e o Futuro.* São Paulo, Boitempo.

BASTOS, C. P. (2001). **Inflação e estabilização.** In: FIORI, J.; MEDEIROS, C. (Ed.) *Polarização mundial e crescimento.* Petrópolis: Vozes, 2001.

BASTOS, C. (2011). **Análise e perspectivas da taxa de juros no Brasil.** In: *Desafios para o desenvolvimento brasileiro.* Rio de Janeiro, IPEA, 2011.

BELLUZO, L.G. (2009). **A Crise Financeira e o papel do Estado.** In: *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho.* Orgs: Carlos Roberto Bispo, Juliano Sander Musse, Flávio Tonelli Vaz, Floriano José Martins. Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil – ANFIP. Brasília

BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (2012). **Padrões de desenvolvimento na economia brasileira: a era desenvolvimentista (1950-1980) e depois (1981-2003 e 2004-2008).**

CARNEIRO, R. (2010). **Desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos,** Texto preparado para o 7o Fórum de Economia da FGV-SP. Disponível em: <http://www.iececon.net/foco.htm,2010>.

CASTILHO, M. (2011). **Impactos da Crise Econômica Internacional Sobre O Comércio Exterior Brasileiro.** In: *Crise Financeira Global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes.* Livro 2. Rio de Janeiro: IPEA 2011.

COUTINHO, L. (2011) **Entrevista.** *Cadernos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul.-dez. 2011.

COVITZ, D; LIANG, N; SUAREZ, A. (2009). **The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market.** In: *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board,* Washington, D.C.

CROTTY, J e EPSTEIN, G. (2009). **Avoiding Another Meltdown.** In: *Crisis and Regulation.*

DE NEGRI, F. e PASSOS, M.C (2009). **A crise e o padrão de especialização comercial brasileiro.** *Boletim Radar* nº 2, (IPEA), junho de 2009.

DE NEGRI, F. e ALVARENGA, G. (2011). **A primarização da pauta de exportações no Brasil: ainda um dilema.** Boletim Radar nº 13, (IPEA), abril de 2011.

DOS SANTOS, C. (2010). **Um Panorama das Finanças Públicas Brasileiras 1995/2009.** In: Tributação e Equidade no Brasil. Rio de Janeiro: Ipea, 2010.

FARHI, M.; BORGHI, R.A.Z. (2010). **Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes no ciclo recente.**

FARHI, M.; PRATES, M.; FREITAS, M.C.; CINTRA, A.M. (2008). **A Crise e os Desafios para a Nova Arquitetura Financeira Internacional.** Dossiê da Crise, AKB, novembro de 2008.

FARHI, M. (1999). **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem.** *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas (13), p.93-114, dez. 1999.

FREITAS, M.C.; CINTRA, A.M. (2008). **Inflação e Deflação de Ativos a Partir do Mercado Imobiliário Americano.** *Revista de Economia Política*, vol.28, nº 3 (111), pp.411-433, julho-setembro.

GARCIA, F. e CASTELO, A.M. (2009). *Resultado acima da expectativa e um baixo investimento em 2009.* *Revista Conjuntura da Construção (Sinduscon –SP)* Ano VII, nº 4, dez. de 2009

GORTON, G.; METRICK, A. (2012). **Getting up to Speed on the Financial Crisis: A One- Weekend- Reader's Guide,** January 11, 2012.

IBGE. (2009). **Contas Nacionais 2005-2009.**

IEDI. (2009). **A Crise Internacional E A Economia Brasileira: O Efeito-Contágio Sobre As Contas Externas E O Mercado De Crédito Em 2008.**

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, (2010). **Macroeconomia para o desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego.** Rio de Janeiro: IPEA, 2010.

LAVOIE, M. 2000. **A Post Keynesian View of Interest Theory Parity Theorems.** *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, No. 1 (Autumn, 2000), pp. 163-179.

McCABE, P. (2010). **The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises.** In: Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.

MOREIRA, A.(2008). **BNDES prevê ajuda para 200 empresas.** *Jornal Valor Econômico*, São Paulo,13 de novembro 2008.

ORAIR, B; GOBETTI, S. (2010). **Governo Gastador Ou Transferidor? Um Macrodiagnóstico Das Despesas Federais No Período 2002 a 2010.** In:Brasil em Desenvolvimento 2010, Estado, Planejamento e Políticas Públicas. Volume I. Rio de Janeiro: Ipea, 2010.

- PAVINI, A; CARVALHO, M.C. (2009). **Mercado monta central de risco de derivativos**. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 de março de 2009.
- PRADO, M. (2008). **Fábricas que viraram pó**. *Valor Econômico*, São Paulo, 9 de outubro de 2008.
- POZSAR, Z. (2011). **Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System**. IMF Working Paper, august 2011.
- QUINTÃO, Q. (2010). **Financiamento habitacional da caixa bate recorde em 2009**. *Entrevista ao estado.com.br*, São Paulo, 27 de janeiro de 2010.
- RODRIGUES, R.S.; BASTOS, C.P. (2010). **Análise recente das finanças públicas e política fiscal no Brasil**. In: Anais do III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. 2010.
- RODRIGUES, R.S.; FERREIRA, L. (2012). **Política Fiscal e a Crise Internacional: uma análise heterodoxa**. 2012.
- SABÓIA, J. (2007). **O salário mínimo e seu potencial para a melhoria da distribuição de renda no Brasil**, in 'Desigualdade de renda no Brasil: uma análise da queda recente', IPEA.
- SERRANO, F. (2010). **Taxa de juros, taxa de câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil**. *Revista de Economia Política*, v. 30, p. 1, 2010a.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. (2011) **Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000**, Observatório da Economia Global – no. 6 – Março, 2011.
- SERRANO, F.; FERREIRA, S. (2010). **Commodities, câmbio e inflação de custos no Brasil: 1994-2009**. *Versus acadêmica*, v.4, 2010.
- SINDUSCON-SP. 2010. **Resultado acima da expectativa e um baixo investimento em 2009**. *Conjuntura da Construção (Sinduscon –SP) Ano VII, nº 4, dez. de 2009*.
- SUMMA, R. F. (2010) **Um modelo alternativo ao “novo consenso” para economia aberta**. Tese de Doutorado. IE/UFRJ.
- US GOVERNMENT; FCI, (2011). **The Financial Crisis Inquiry Final Report**, January 2011, Washington, D.C.
- TORRES, H, T. (2008). **Entendendo o Subprime**. In: *Visão do Desenvolvimento* nº44. Rio de Janeiro: BNDES.
- VALENTI, G. (2012). **Anatomia de Um Desastre**. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 14 de dezembro de 2012.