UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

RENÉ MARCO SANTOS PRACK

ATUAL CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: BRASIL E POLÍTICAS ADOTADAS

SALVADOR
2011

RENÉ MARCO SANTOS PRACK

ATUAL CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: BRASIL E POLÍTICAS ADOTADAS.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial á obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Raimundo Almeida Britto

SALVADOR
2011

RENÉ MARCO SANTOS PRACK

ATUAL CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: BRASIL E POLÍTICAS ADOTADAS.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial á obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em Dezembro de 2011

Banca examinadora:

Orientador: _____

Prof. Dr. Paulo Britto
Faculdade de Economia da UFBa

_____

Arismar Cerqueira Sodré
Prof. Mestre da Faculdade de Economia da UFBa

_____

Newton João Teixeira Júnior
Prof. Mestre da UAB/UNEB

RESUMO

O objetivo deste trabalho é demonstrar os principais mecanismos de transmissão da crise internacional, iniciada no mercado hipotecário americano, á economia brasileira. Busca-se também relatar as principais medidas adotadas pelo governo brasileiro no combate aos seus efeitos. Dentro dessa perspectiva, o trabalho identifica quatro mecanismos principais de transmissão ao Brasil: a deterioração das expectativas, o choque externo sobre a economia através do câmbio, importação e exportação e principalmente as transformações ocorridas no mercado de crédito. Após uma análise sobre os mecanismos de transmissão, procura-se demonstrar quais foram os principais instrumentos de política monetária e fiscal adotados pelo governo brasileiro no combate aos efeitos adversos da crise. A partir da análise do trabalho conclui-se que a economia brasileira, apesar de ter sofrido com os efeitos adversos da crise, esteve mais consistente e deu demonstração de maior resistência. Apesar de ter afetado algumas variáveis, não chegou a gerar uma crise cambial, não houve uma crise fiscal, apesar da queda da arrecadação, não gerou desorganização no funcionamento das finanças públicas e não abalou o sistema financeiro de forma a desestabilizar a nossa economia. Diversos instrumentos de política econômica mantiveram a sua eficácia e permitiram que o governo não perdesse a capacidade de reação diante da crise.

Palavras Chave: Crise. Mercado de crédito. Transmissão. Políticas econômicas. . *Subprime.*

SUMÁRIO

1	**INTRODUÇÃO**	5
2	**ENTENDENDO A CRISE SUBPRIME**	7
3	**MECANISMOS DE TRANSMIÇÃO Á ECONOMIA BRASILEIRA**	10
3.1	O CHOQUE EXTERNO SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA: CAMBIO, IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO	11
3.1.1	**Mudanças no Perfil das Exportações**	17
3.2	TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO DE CRÉDITO	22
3.2.1	**A atuação dos Bancos Públicos na Crise**	26
3.3	DETERIORAÇÃO DAS EXPECTATIVAS	30
4	**POLÍTICAS ADOTADAS PELO BRASIL NO COMBATE A CRISE**	34
4.1	POLÍTICA FISCAL	35
4.2	POLÍTICA MONETÁRIA	38
5	**O BRASIL ANTE A CRISE, SITUAÇÃO ATUAL**	42
6	**CONSIDERAÇÕES FINAIS**	47
	REFERÊNCIAS	51

1 INTRODUÇÃO

A mais recente crise financeira internacional cujo epicentro se deu na economia americana, repercutiu sobre praticamente todas as economias de mercado. Alguns países sofreram mais e outros menos, porém, trouxe implicações que chamaram á atenção da comunidade internacional.

Esse episódio, conhecido como crise dos *subprime*, poderia ter sido tratado como apenas mais uma crise inerente ao capitalismo. A própria história mostra uma alternância entre períodos de prosperidade e períodos de depressão econômica. Mas, é preciso lembrar que esse útimo episódio merece uma atenção especial, não só pela sua repercussão, mas, também, pela forma e força com que atingiu a atividade econômica mundial.

Por outro lado, levando-se em conta que, cada crise tem a sua própria história e logo, uma forma peculiar de produzir infelicidades econômicas, percebe-se também, que as crises são temáticas, e o tema da vez é o sistema financeiro.

Ainda nos anos de 1970, após o declínio das regras financeiras, monetárias e cambiais, estabelecidas no tratado de Bretton Woods, houve uma reorganização do sistema capitalista mundial. Essa nova configuração, marcada por uma maior abertura econômica entre os países e crescente liberalização dos fluxos de mercadoria e capital, além de um processo de desrregulamentação econômica, talvez seja o grande responsável pela ultima crise.

Os números que se apresentaram, e as análises feitas até o momento, deixaram poucas dúvidas sobre o caráter estrutural do problema. Portanto a atual crise, não se resume a fatores circunstanciais negativos. O problema apresentou uma maior magnitude, onde as respostas para o atual problema talvez tenha sido as mudanças estruturais ocorridas na década de 1970, tratando-se portanto de um problema estrutural.

Levando-se em conta que, a melhor forma de se averiguar o que de fato uma crise significou para os países envolvidos e para a vida das pessoas, é buscar uma análise dos seus efeitos

após o seu termino, pois aí sim, teremos elementos suficientes para saber o que de fato ocorreu em nossas vidas.
O presente trabalho tem como objetivo identificar os principais mecanismos de transmissão da crise financeira internacional á economia brasileira, bem como descrever os instrumentos utilizados pelo governo brasileiro no combate aos seus efeitos.

O Brasil, apesar de estar numa situação privilegiada, se comparado á maioria das economias, ainda assim sofreu com seus efeitos. O privilégio experimentado pelo Brasil decorreu em grande parte dos sólidos fundamentos fiscais, devido a uma política fiscal responsável que foi adotada no país nos últimos anos, bem mais sólidos do que possuía em um passado recente. O Brasil pôde, portanto, usufruir de uma maior disponibilidade de recursos no combate aos efeitos dessa crise, não estando, todavia, imune aos seus efeitos. È verdade que a crise não foi só uma “marolinha” como preconizou o nosso ilustre ex-presidente da república, mas, não é de se negar, que estivemos em uma situação privilegiada, diante dessa que foi considerada, por muitos, a maior crise dos últimos 75 anos.

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise dos principais mecanismos de transmissão da crise á economia brasileira. Busca-se identificar esses mecanismos, mostrando quais foram as alterações ocorridas na economia brasileira, como no mercado de crédito, câmbio, a deterioração das exportações e a mudança nas expectativas dos agentes.

No fim do trabalho foram descritos alguns instrumentos de política econômica adotada pelo governo brasileiro no combate a crise como a política fiscal, a política monetária e alguns outros mecanismos que o governo utilizou com o objetivo de mitigar os efeitos da crise.

2 ENTENDENDO A CRISE SUBPRIME

De acordo com os dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), entre 1970 e 2007, foram contabilizadas 124 crises bancárias sistêmicas, 208 crises cambiais e 63 episódios de não-pagamento de dívida soberana. Esses indicadores representam três crises bancárias, cinco crises cambiais e quase dois eventos de não pagamento de dívida soberana por ano. A partir desses números percebe-se o quanto que as crises estão presentes em nossas vidas.

A crise objeto deste trabalho começou em 2007, nos EUA, e teve início no mercado financeiro. Hoje, apesar de já ter encerrada a sua fase mais crítica, ainda existem países sofrendo os seus resquícios.

Em 2007, a crise atingiu os EUA. A partir do final de 2008 os efeitos se tornaram mais contundentes e recessivos. O ano de 2009 começou com a previsão de decréscimo do comércio mundial, o primeiro desde 1982 e possivelmente o mais profundo desde a Grande Depressão. Compreender a manifestação da atual crise econômica de múltiplos países, cuja origem encontra-se na derrocada do mercado de hipotecas *subprime* em 2007 é fundamental. A crise produziu efeitos de contágio sobre as principais praças financeiras do mundo e demandou ações de política econômica de múltiplos países, para tentar conter os impactos sobre o sistema produtivo.

Existem fatores, tanto macroeconômicos quanto microeconômicos, que ajudam a explicar a origem da crise financeira nos Estados Unidos. Entre os fatores macroeconômicos, pode-se citar o período prolongado de baixas taxas de juros vivido recentemente, que contribuiu para evitar uma recessão após os atentados de 11 de setembro, permitiu a expansão de crédito e impulsionou a demanda interna. Por outro lado, deu fôlego para um ciclo de alta dos preços dos imóveis. A concessão de crédito tornou-se mais favorável, passando a aceitar um nível maior de risco.

Quanto aos fatores microeconômicos, a ausência de regulamentação dos mercados financeiros, aliados à farta liquidez, favoreceu a criação de produtos sofisticados, cujos riscos resultaram em apreçamentos inadequados dos ativos. O modelo de empréstimo baseado em

“originar para distribuir” adotado pelos bancos de investimento exacerbou o problema. Esse modelo é baseado em comissões por operação gerada. Uma vez que uma parcela pequena dos empréstimos permanecia na carteira dos emprestadores originais, havia pouco incentivo para subscrever e monitorar de maneira diligente as operações geradas. Além disso, houve excesso de confiança nos mecanismos de transferência de riscos.

A crise financeira de hipotecas *subprime* revelou a fragilidade de um mercado constituído por tomadores de empréstimos que não possuíam os requisitos básicos para tomar um empréstimo imobiliário. Esses devedores não apresentavam renda compatível com as prestações da hipoteca, ou tinham histórico recente de inadimplência, ou ainda, não dispunham de bens para fins de garantia do empréstimo.

Assim, a crise do mercado de hipotecas *subprime* teve início, por sua vez, com o *boom* do mercado imobiliário. As operações *subprime* caracterizavam-se por: empréstimos de longo prazo, em geral de 30 anos, divididos em dois períodos distintos. Nos dois ou três primeiros anos, as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas. Já no período seguinte, que seguia até o final do contato, as taxas de juros eram mais elevadas e reajustadas periodicamente com base em taxas praticadas pelos bancos.

No segundo período, os mutuários começavam a apresentar problemas de pagamento. Com os preços dos imóveis em alta, estes tomadores de crédito ainda conseguiam renegociar o contrato, pagando uma boa comissão para o banco emprestador que lhes concedia crédito extra para financiar gastos em consumo.

No entanto, esta situação começou a mudar quando a demanda por imóveis residenciais começou a desacelerar. A partir daí, as condições de refinanciamento tornaram-se mais difíceis e em função do aumento das despesas com empréstimos e do não pagamento das prestações. A inadimplência do *subprime* subiu rapidamente e o não pagamento de empréstimos imobiliários residenciais cresceu de forma geral, passando de 2,1% no primeiro trimestre de 2007 para 5,1% no terceiro trimestre de 2008. Quando a inadimplência no segmento *subprime* começou a se elevar, vários agentes financeiros foram contaminados, pois elas serviam de lastro para operações de securitização.

A maioria das operações de securitização de crédito de hipoteca *subprime* possuía algum tipo de garantia ou seguro associado. Na medida em que a inadimplência se materializava, as garantias e seguros envolvidos também passaram a ser exercidos, afetando também seguradoras e companhias garantidoras de crédito.

Os bancos envolvidos começaram a reconhecer as perdas sofridas com as hipotecas *subprime* e a desconfiança se espalhou pelos mercados financeiros de todo o mundo, gerando uma crise de liquidez. Em meados de 2007, vieram à tona várias notícias de que as perdas poderiam comprometer a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimentos.

> Tendo em vista a origem financeira da atual crise econômica internacional, observa-se que os governos, de maneira geral, optaram por adotar, inicialmente, esforços mais vigorosos no âmbito fiscal e creditício. Os bancos centrais atuaram de forma intensa. Num primeiro momento, em função das perdas envolvendo operações *subprime* e, posteriormente, para restabelecer a confiança no sistema financeiro.

Tudo isso contribuiu para arrefecer a crise financeira, sem impedir que ela fosse contaminando as instituições financeiras e a própria economia real.

O fato é que essa crise, apesar de já ter passado a sua fase mais aguda, ainda repercute sobre algumas economias, haja vista a sua intensidade e as discussões que se fazem necessária na busca de uma nova configuração internacional que contribua para um novo equilíbrio entre as economias integradas.

3 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO A ECONOMIA BRASILEIRA

As crises possuem sempre uma forma peculiar de produzir infelicidades econômicas, mas, é verdade também, que alguns mecanismos de transmissão sempre se fazem presentes.

Sempre que ocorre um problema de maior expressão em uma economia considerada representativa no cenário mundial, esses problemas acabam tendo repercussões sobre os demais países, tornando o problema, que a princípio era local, em um problema de todas as demais economias, fazendo-se necessário o uso de políticas coordenadas para que se possa alcançar um equilíbrio.

No ultimo episódio de crise internacional podemos perceber que a economia brasileira foi afetada principalmente pela escassez de *funding* internacional, pois houve uma redução abrupta na liquidez internacional afetando bancos e por conseqüência o setor produtivo. As próprias instituições emprestadoras domésticas procuram encarecer o crédito e reduzir os prazos dos empréstimos temendo a inadimplência e o desdobramento dos efeitos da crise que se apresenta.

Um expediente bastante comum também em momentos de crise são as repercussões dos problemas sobre o câmbio, geralmente há uma fuga de capitais, sobretudo sobre as economias que não apresentam bons fundamentos. Há também uma redução das exportações, devido a retração da demanda mundial, e reduz-se também a importação devido a desaceleração da atividade econômica. No caso brasileiro a manutenção do consumo interno provocou déficits na balança comercial que acabaram por pressionar o próprio câmbio.

Nos próximos três capítulos procura-se fazer uma exposição dos principais mecanismos de transmissão á economia brasileira. Analísa-se o choque externo através da pressão sobre o câmbio, a redução da demanda mundial e portanto o volume de exportação. O mercado de crédito também merece destaque na medida em que representou o cerne do problema, pois toda crise é temática, e a bola da vez parece ter sido o sistema financeiro.

O último tópico sobre mecanismos de transmissão fala sobre o papel das expectativas, pois esse componente tem um efeito importante sobre a economia, na medida em que afeta as decisões dos agentes.

3.1 O CHOQUE EXTERNO SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA: CAMBIO, IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO

Sem dúvida alguma a redução da demanda mundial, e conseqüentemente seus impactos sobre as exportações, representaram um importante canal de transmissão para a indústria brasileira com repercussão sobre a economia nacional.

Até mesmo o crédito, como será relatado em capítulo posterior, teve a sua parcela de contribuição sobre a balança comercial brasileira. Pois iniciada a crise, ocorreu uma forte restrição ao crédito para as exportações. O volume de operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) caiu significativamente no inicio de outubro. Essas operações ficaram muito dependentes de leilões em moeda estrangeira realizadas pelo Banco Central. É preciso lembrar também que, a própria redução das operações de ACC está relacionada com a queda da demanda mundial.

Os efeitos da crise sobre o mercado de cambio pôde ser observado já a partir de setembro, quando do fechamento do mercado para captação externa deram partida para um rápido, vigoroso e inesperado ajuste na taxa de cambio. De 1° de setembro á 8 de outubro o real sofreu uma maxidesvalorização da ordem de 45,5% de seu valor, talvez o maior reajuste entre as economias emergentes. Posteriormente esse patamar foi reduzido.

As razões para uma evolução tão adversa em tão pouco tempo deveu-se, entre outros fatores, que será relatado ainda nesse capítulo, a decisão do BC de retirar reservas internacionais de bancos internacionais que são fornecedores tradicionais de linhas comerciais, o que deixou o país vulnerável a eventuais cortes. A ação do BC no sentido de suprir os exportadores foi lenta, burocrática e insuficiente, a julgar pela queda acentuada observada na contração de cambio de exportação a partir de setembro.

O padrão dominante desde 2003 era de uma contínua apreciação das moedas dos países emergentes principalmente contra o dólar, levando o setor privado e bancário a um crescente endividamento nesta moeda. No caso brasileiro, isto não foi diferente e o passivo externo líquido do setor privado dobrou nos últimos cinco anos antes do início da crise.

Havia uma tendência de apreciação do real bem definida, ajudado também pelo choque positivo nos termos de troca do país. Adcionando-se a isso o comportamento da volatilidade do Real que, vindo no sentido oposto, sai de 17% em 2003 para 8% no 1° semestre de 2008, o resultado foi levar o setor privado a se despreocupar com a palavra “hedge”.

Como ocorre em momentos de ruptura, a partir do dia 15-09-2008, os agentes econômicos buscaram proteção a qualquer custo, levando os mercados a reagirem pelo efeito manada; a volatilidade explodiu para quase 40% e o Real depreciou-se rapidamente.

Felizmente o Banco Central, além de pouco mais de US$ 200 bilhões em reservas, possuía um arsenal de instrumentos, construídos ao longo dos anos, que permitiu á autoridade monetária atuar sobre os diversos segmentos do mercado cambial sem a necessidade de venda direta de dólares. No mês de novembro de 2008 as intervenções executadas pelo Banco Central foram as seguintes:

- Vendas de dólares á vista: US$ 6,7 bilhões.

- Venda de swaps: US$ 31 bilhões, saindo posição credora para devedora.

- Repasse de linhas ao financiamento do comércio exterior, tanto contra garantias em reais – US$ 6,4 bilhões; como com garantia de contratos de exportação – US$ 5,3 bilhões.

Outro elemento que talvez tenha sido importante pra que ocorresse essa maxidesvalorização, foi a disseminação de operações com derivativos, pelas quais centenas de empresas venderam opções de compra de câmbio, que num prazo muito rápido ultrapassaram o preço de exercício, e passaram a gerar perdas e atingiram grandes dimensões.

A desvalorização cambial, um evento comum diante desse cenário de crise, significou um alívio para vários setores da indústria brasileira – antes pressionado pela apreciação do Real e/ou pela concorrência chinesa – constituindo um fator positivo para as exportações, que sofreu bastante com a redução da renda e demanda mundial, afetando de forma incisiva a quantidade exportada pelo Brasil.

Além dos problemas acima mencionado, dois outros fatores exerceram impactos negativos sobre o comportamento da balança comercial brasileira em 2009. O preço das commodities, um dos principais produtos exportados pelo Brasil, tendo efeitos importantes sobre o valor das nossas exportações. É importante lembrar que o Brasil foi bastante beneficiado nos últimos anos pelo aumento dos preços das commodities no mercado internacional, pois estes compõem um importante elemento na pauta de exportações brasileira. Estimava-se que aproximadamente 60% das receitas de exportação dependiam da venda de commodities.

A manutenção da absorção domestica por produtos importados representa um problema na balança comercial brasileira na medida em que tanto o volume das exportações, quanto o preço de importantes produtos na pauta de exportações apresentaram uma significativa queda, ocasionando em déficits da balança comercial que por sua vez tem impactos sobre o cambio, o que pôde amenizar o problema. Além disso, a menor abundância de liquidez internacional traduz-se em fluxos financeiros e volumes de investimentos estrangeiros bem mais modestos.

Só no mês de janeiro de 2009 o valor das exportações caiu 29% em relação ao mês anterior e 26% em relação a janeiro de 2008. O que significou a maior queda mensal desde 1985. Possivelmente a redução nas vendas externas representou um fator extremamente relevante para explicar o comportamento da produção industrial nos meses que antecederam a fase mais aguda da crise no Brasil.

Segundo Bacha (2008), o ritmo de crescimento da demanda interna e o descompasso da política monetária e fiscal eram tais que prenunciavam uma séria crise de balanço de pagamentos.

O crescimento da demanda interna de bens e serviços a uma taxa muito superior á de sua oferta tinha como resultado uma progressiva redução do saldo da balança comercial, porque reduzia o excedente exportável e aumentava o apetite pelas importações. Essa deterioração do balanço comercial era apenas mitigada por um “boom” dos preços das commodities exportadas pelo país. Recentemente as exportações vinham crescendo apenas por causa do efeito preço, já que a quantidade de bens exportados estava tendendo a estagnar-se.

A resposta de política econômica para esse excessivo crescimento de demanda interna vinha sendo uma política monetária cada vez mais apertada. Uma das conseqüências da política que o governo brasileiro vinha adotando(moeda apertada e gastos em expansão) era apoiar a tendência de apreciação do Real que provinha da melhoria dos preços em dólares das exportações.

Essa trajetória da economia somente se sustentava por causa do “boom” das commodities e da abundante liquidez internacional, que geravam oferta de dólares mais do que suficiente para financiar o balanço de pagamentos – de fato permitindo uma significativa acumulação de reservas internacionais pelo país.

Com a crise, essa situação externa mudou radicalmente. Os preços das commodities entraram em forte queda e a liquidez internacional desapareceu, ocorrendo uma súbta reversão dos fluxos de capitais. As conseqüências imediatas foram sobre as taxas de cambio, o mercado de capitais e a oferta de crédito. No caso do cambio ocorreu uma forte rápida depreciação, com conseqüências danosas no mercado de derivativos cambiais. No mercado de capitais, ocorreu uma queda da bolsa e suspensão de novos lançamentos de ações. E no ultimo caso, o crédito, travou as exportações, desequilibrando o balanço de bancos médios e pequenos, e redução da disposição dos bancos a emprestar.

No curto prazo, a reversão subta dos fluxos de capital externo representou um choque mais importante do que a queda no preço das commodities – embora ambas reduzam a oferta de dólares e, assim, contribuam para a depreciação cambial

As exportações representam aproximadamente 14% do PIB brasileiro, a maior parte da demanda por produtos nacionais provém do mercado interno. Mais importante, a contribuição

direta das exportações para o crescimento do PIB vinha sendo praticamente nula, porque o volume de produtos exportados vinha apresentando tendência a estagnação. Deste ponto de vista as exportações, em si, não vinham sendo um componente importante para a expansão da atividade interna. Sua contribuição era indireta, pois preço externo de commodities mais elevado significava maior capacidade de importar e maior poder de compra local dos exportadores. As quedas do preço das commodities reduzem a capacidade de importar e a renda real dos exportadores e, portanto, sua capacidade de compra de bens locais. Esses efeitos adversos significam impactos negativos na cadeia produtiva e no nível de emprego, mas, corresponde também a uma desvalorização cambial importante, que aumenta a competitividade de outros produtos exportáveis e também de substitutos de importação.

A reversão súbta dos fluxos de capitais estrangeiros, como já dito, provoca além da depreciação cambial, uma trava das exportações por falta de linhas de crédito comerciais; desequilibra-se o balanço de bancos médios e pequenos dependentes de financiamento externo. Além disso, a combinação de preços mais baixos das ações, cambio desvalorizado e restrições ao financiamento externo diminui a atratividade dos investimentos em formação de capital fixo, especialmente em infraestrutura. E como nesses momentos há menor oferta de dólares, aumenta a pressão sobre o balanço de pagamentos. Ao longo do tempo a depreciação cambial ajuda a minorar essa pressão, mas, a curto prazo, em doses elevadas, tem impactos negativos sobre os custos de produção, que dificultam a administração da crise.

Assim, nosso balanço de pagamentos foi duplamente afetado: tanto pelo lado da conta corrente quanto pelo da conta capital.

Diante do novo cenário de ajustamento do balanço de pagamentos a uma nova realidade mundial, espera-se que o novo patamar de cambio real de equilíbrio deve ser mais depreciado. Este movimento deve levar em conta a nova configuração nas nossas relações comerciais internacional. Este movimento deve levar em conta a queda nos preços das commodities e a redução do financiamento externo.

Deve-se tomar cuidado com dois aspectos desse ajustamento. O primeiro é o excesso de endividamento em moeda estrangeira do setor privado feito com custos bastante atraentes, em época de apreciação cambial, com volatilidade baixa, que propiciava a sensação de

previsibilidade do custo do crédito. As empresas poderá não ter condições de arcar com o custo de tal ajustamento, tornando-se mais um problema para a economia. Até agosto de 2008, estimava-se que o total de dívida externa do setor privado somava aproximadamente US$ 150 bilhões, sem incluir os instrumentos de derivativos que vem crescendo bastante nos últimos anos.

O segundo aspecto a se considerar seria o do efeito da depreciação sobre a inflação. No Brasil, estima-se que o coeficiente de repasse do câmbio para a inflação seja em torno de 8%, ou seja, para cada 10% de depreciação do cambio, a inflação aumentaria 8bps.

Portanto, diante do cenário que se coloca pra os próximos anos com: menor crescimento mundial; dificuldades de financiar déficits em conta corrente e ajustamento do cambio de equilíbrio para um patamar mais depreciado, cabe a pergunta de qual será a estratégia ótima de atuação do BC com relação a política cambial.

A utilização de reservas é o instrumento mais usual nessas situações; entretanto, ganhou relevância nos últimos anos a intervenção do Banco Central por meio de derivativos cambiais. Um dos motivos apontados pela preferência por esses mecanismos é que tende a dar a sensação de que não se está efetivamente utilizando as reservas, e que, portanto estas estão reservadas para momentos de emergência. O mesmo tem sido feito por outros países emergentes cuja moeda também tem sofrido ataques.

O uso desses derivativos torna-se possível porque na fase inicial da crise, em que os agentes buscam principalmente proteger o valor dos ativos denominados em moeda nacional, ou que desejam casar os passivos em moeda estrangeira, os derivativos são encarados por esses agentes como uma boa proxy da moeda estrangeira em si. Dessa forma ficam ambos os lados satisfeitos: o governo por não perder reservas, e os agentes, por serem remunerados em seus ativos a taxas bem mais atrativas do que a aplicação no exterior, sem a necessidade de desembolsar um centavo para proteger seus investimentos.

Entretanto, com a continuidade e agravamento da crise, com a piora dos termos de troca e redução das linhas de financiamento externas, haverá necessidade de intervenção para que não faltem dólares no mercado primário. Caso a crise vá se agravando, há ainda a necessidade por

parte dos agentes externos de se desfazer de ativos no Brasil e repatriar o dinheiro para cobrir necessidades no país de origem. Nesta fase, o pagamento antecipado da dívida no exterior torna-se atrativo, pois os credores passam a dar grandes descontos temendo o risco de crédito. As rolagens dos derivativos vão se tornando cada vez mais curtas, com taxas cada vez piores para o país. Nesse momento os derivativos não serão mais aceitos como uma Proxy da moeda estrangeira.

3.1.1 Mudanças no perfil das exportações durante a crise

Como já mencionado a crise afetou duramente o comercio exterior brasileiro. Segundo dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), nos primeiros sete meses do ano de 2009, as exportações alcançaram US$ 84,1 bilhões, valor que representa uma queda de 24,3%, em relação ao mesmo período ano anterior(US$:111,1 bilhões). Já as importações atingiram US$ 67,2 bilhões no período janeiro- julho de 2009, valor esse que representa uma redução de 30,4% em relação ao mesmo período do ano anterior. Em conseqüência a balança comercial apresentou superávit de US$ 16,9 bilhões no acumulado do ano, contra saldo positivo de US$ 14,6 bilhões se comparado mesmo período de 2008.

A análise das exportações por fator agregado mostrou que a queda substancial das exportações nos primeiros meses do ano ocorreu em todos os segmentos, porém em muito menor proporção nas vendas de produtos básicos. A queda nas exportações de produtos básicos no período janeiro-julho 2009 foi de apenas 11,2% em relação ao mesmo período de 2008, enquanto que os produtos industrializados apresentaram decréscimos substanciais de suas vendas -31,3%.

O fato de o Brasil ter aumentado as relações comerciais com a China, hoje principal parceiro comercial do Brasil, significou um fator importante nesse cenário de abrupta queda da demanda internacional. A China foi um dos poucos países que não sofreram tanto com a crise. O nível de atividade chinês, apesar de sofrer uma certa redução, manteve-se em níveis elevados.

No caso do Brasil foi até possível ampliar a exportações de produtos básicos para a China durante a crise, com um aumento de 25% nas exportações para esse país.

Tabela 1- Evolução da Balança Comercial no Período Janeiro - Julho de 2008 / 2009

Balança Comercial	**Jan – Jul/08**	**Jan – Jul/09**	**Variação (%)**	**PARTICIPAÇÃO (%)**	
	Em US$ Milhões		**Jan–Jul 09/08**	**Jan – Jul/08**	**Jan – Jul/09**
Exportações	**111.096**	**84.095**	**-24,3**	**100,0**	**100,0**
Básicos	40.322	35.788	-11,2	36,3	42,6
Industrializados	67.821	46.621	-31,3	61,0	55,4
Semimanufaturados	15.165	10.576	-30,3	13,7	12,6
Manufaturados	52.656	36.045	-31,5	47,4	42,9
Operações Especiais	2.953	1.686	-42,9	2,7	2,0
Importações	**96.465**	**67.182**	**-30,4**	**100,0**	**100,0**
Mat. Primas/Pr.Intermediários	46.610	31.285	-32,9	48,3	46,6
Combustíveis e Lubrificantes	17.972	8.627	-52,0	18,6	12,8
Bens de Capital	19.829	16.352	-17,5	20,6	24,3
Bens de Consumo	12.054	10.918	-9,4	12,5	16,3
Não Duráveis	5.264	5.349	1,6	5,5	8,0
Duráveis	6.790	5.569	-18,0	7,0	8,3
Saldo Comercial	**14.631**	**16.913**	**15,6**	--	--

Fonte: BRASIL, 2009

A redução relativamente pequena das exportações dos produtos básicos alterou bastante o perfil das exportações brasileiras fazendo com que o peso destes produtos no total das vendas externas passasse de 36,3% para 42,6% no período analisado.

Entre os cinco principais produtos básicos da pauta, o grande destaque nos primeiros sete meses do ano foi a soja em grão e o farelo de soja, com aumentos de 14,8% e 6%,

respectivamente, em relação ao mesmo período do ano anterior. Minério de ferro(-5,2%) e petróleo bruto (-41,8%), segundo e terceiro maiores itens dos básicos, tiveram decréscimos de suas vendas por conta da queda de suas cotações no mercado internacional. Esses quatro produtos listados mais a carne de frango representam cerca de 70% da pauta de exportações dos básicos.

Quanto ao desempenho das vendas dos produtos industrializados, sua queda de 31,3% no período janeiro-julho de 2009 deveu-se a magnitude da crise que se abateu nos principais mercados consumidores. A participação dos industrializados no total das exportações brasileiras caiu de 61% para 55% nesse período analisado. Os três principais produtos manufaturados apresentaram quedas substanciais de suas exportações: automóveis (-39,3%), autopeças (-39%) e aviões (-26,3%). Quanto aos semimanufaturados, o grande destaque foi o açúcar em bruto, com aumento de suas vendas em 64,3%.

A principal razão de aumento da participação dos produtos básicos na pauta de exportações foi o grande crescimento das exportações para a China no período (25,9%), uma vez que as vendas brasileiras para esse mercado são altamente concentradas em produtos de origem mineral e agrícola, como minério de ferro, soja e farelo de soja. Por outro lado ocorreu no período uma redução substancial das vendas para os EUA (-46%) e Argentina (-41,7%). Como conseqüência, a China tornou-se nosso principal parceiro comercial, posto que pertencia aos EUA. A participação da China nas exportações brasileiras aumentou 5,8%, enquanto para os EUA caíram 4,2%, a participação das exportações para a Argentina também caiu 2,2%.

Tabela 2- Participação dos Principais Blocos e Países nas Exportações Brasileiras Período . Janeiro - Julho 2008 e 2009

Países / Regiões	Jan – Jul/08	Jan – Jul/09
China	9,0	14,8
Demais Países da Ásia	9,7	12,1
União Europeia	24,3	22,7
Estados Unidos	14,4	10,2
Argentina	9,3	7,1
Outros Países da Am. Latina	15,9	14,1
Africa	4,8	6,0
Demais Países	12,6	13,0
TOTAL	100,0	100,0

Fonte: BRASIL, 2009

Em suma, as importantes mudanças no comércio exterior e sua retração num contexto de crise internacional geraram impactos sobre os segmentos mais atrelados á economia internacional, especialmente os industriais. Como esses segmentos são concentrados em determinadas regiões do País, essas regiões, mais industrializadas naturalmente sofreram mais os impactos da crise internacional.

A crise afetou as diversas regiões do País de forma desigual, devido ao grau de industrialização conforme mencionado. Dados do IBGE, apresentados na tabela baixo, mostram que no primeiro semestre de 2009 em relação ao mesmo período do ano de 2008, a produção mundial brasileira caiu 13,4%, com desempenho bem diferenciados entre as várias unidades da federação. Os estados no Nordeste (Ceará, Pernambuco e Bahia) foram relativamente menos afetados pela crise, enquanto que outros do Sudeste e do Sul, como São Paulo, Minas Gerais, Espírito Santo e Rio Grande do Sul, apresentaram recuo da produção mais intenso que a média do país. As indústrias dessas regiões foram então fortemente atingidas pelo conjunto de mecanismos de transmissão da crise internacional.

Tabela 3- Variação da produção industrial em diversas regiões do Brasil.

. Variação acumulada no 1° semestre de 2009

Região / Estado	VARIAÇÃO (%)
Queda inferior à do Brasil	
Goiás	-4,6
Paraná	-5,9
Ceará	-6,8
Pará	-7,6
Rio de Janeiro	-8,5
Pernambuco	-8,9
Nordeste	-9,7
Bahia	-10,2
Santa Catarina	-12,9
BRASIL	**-13,4**
Queda superior à do Brasil	
Rio Grande do Sul	-13,5
São Paulo	-14,4
Amazonas	-16,8
Minas Gerais	-21,3
Espírito Santo	-29,3

Fonte: IBGE, 2009

Nota: (1) Variação em relação ao mesmo período de 2008

Percebemos através do exposto que a queda mais acentuada se dá na região sudeste, sendo esta também a região de impacto inicial da crise. Mas a queda no sudeste dissemina-se para outras regiões devido ao comércio inter-regional. Com o sudeste produzindo menos, se reduz a sua renda e a sua demanda pela produção de outras regiões. O choque então se alastra para as demais regiões do país. Observa-se que o Sul é a região mais afetada proporcionalmente depois da região sudeste, o que sugere uma maior integração econômica entre essas duas regiões. O Nordeste seria a região que menos sofreria com uma queda na região sudeste, o que seria um sinal de uma menor integração.

3.2 TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO DE CRÉDITO

Sempre que se inicia um período de instabilidade na economia mundial há uma tendência natural a retração do crédito na economia. Esses efeitos começam a ser percebido até mesmo antes de o setor real da economia começar a ser afetado de fato. O componente expectativa faz com que tanto as instituições credoras como os tomadores antecipem os seus efeitos.

Os tomadores de crédito tendem a aguardar uma melhora no panorama econômico para poderem prosseguir com as suas decisões de investimento e consumo. Há também uma tendência natural em racionalizar o consumo até que se possa ter uma visão mais nítida do que esses problemas representam ou possam vir a representar na vida de cada um.

A ultima crise iniciada em outubro de 2008, teve o seu inicio justamente no mercado financeiro, mais precisamente no setor imobiliário da economia americana. E como não podia deixar de ser diferente, produziu uma significativa retração no volume de crédito na economia. As instituições financeiras, abaladas pelas perdas financeiras que um problema dessa magnitude enseja, reduziram de forma bastante acentuada o volume de crédito que injetavam na economia, fazendo com que esse elemento tão importante e um dos grandes responsáveis pelo crescimento econômico ocorrido nos últimos anos, fosse reduzido e implicasse em redução da atividade econômica. A conseqüência desses fatos nós já conhecemos: O Brasil teve uma retração de -0,2% em 2009.

Uma conseqüência natural dessa escassez pode ser verificada também no encarecimento do credito, razão dos seus baixos volumes alinhados às perspectivas de crescimento da

inadimplência fazem com que as instituições financeiras aumentem os seus spreads, o que do ponto de vista econômico agrava ainda mais o problema.

No Brasil, já a partir de setembro, pode-se observar um forte retraimento dos bancos no crédito com funding interno, em decorrência do aumento da percepção de risco de inadimplência das empresas. No crédito com base em fontes externas, utilizados principalmente no financiamento ás exportações (ACC), também houve significativa diminuição dos recursos, além de aumento nos custos e a diminuição dos prazos. As linhas de crédito com fontes externas representavam quase 20% da totalidade do saldo do crédito livre emprestado ás empresas no Brasil. Dados do Banco Central mostram que o saldo dessas linhas encolheu quase 10% nos dois primeiros meses dessa crise, contrastando com o crescimento que vinha ocorrendo mês a mês.

Portanto verificou-se um forte encurtamento das duas linhas de crédito, tanto externo como o interno, o que levou o Banco Central a tomar diversas medidas para o aumento da liquidez injetando moeda estrangeira no mercado, e aumentando a liquidez dos bancos. Ainda no primeiro trimestre da crise foram colocados quase US$ 20 bilhões em moeda estrangeira no mercado brasileiro para combater os efeitos adversos com relação às fontes externas de recursos. Já com relação ao funding interno de recursos o BACEN utilizou diversas ações e instrumentos de política monetária com o objetivo de transferir recursos aos bancos, como a redução dos compulsórios dentre outras medidas que injetaram quase R$ 95 bilhões no sistema financeiro ainda no primeiro trimestre da crise.

Antes do inicio da crise, se fizermos uma análise sobre o mercado de crédito brasileiro, podemos perceber grandes avanços conseguidos com a estabilidade econômica – principalmente os decorrentes do aumento da previsibilidade inflacionária, para que o Banco Central seja o pilar fundamental – levaram o sistema bancário, utilizando-se das melhorias na legislação (crédito consignado, nova lei de falência e de financiamento imobiliário), a elevar os prazos dos financiamentos e a aumentar o volume de crédito.

Ao final de outubro os empréstimos bancários representavam 40,2% do PIB, com prazo médio de 482 dias no caso das pessoas físicas, comprovando a forte expansão do crédito pessoal, de bens duráveis e do crédito imobiliário. Uma boa notícia é que o ajuste da conta

corrente ocorrido entre 2003 e 2007 reduziu nossa dependência ao financiamento externo, que representava apenas 12% do total dos empréstimos, comparado a níveis próximos a 30% em 2002, minimizando assim o efeito interno da parada brusca na oferta de crédito externo.

Uma das fragilidades do modelo baseia-se justamente no descasamento de prazos entre ativos e passivos do sistema bancário, cuja razão provém de os depósitos a prazo serem em grande maioria em prazos curtos, quando não com liquidez diária, levando os bancos a assumirem riscos de liquidez incompatíveis com a necessidade de alongamento de crédito que a economia requer. Adicionalmente, somente os grandes bancos com rede de varejo possuem uma base mais estável de depósitos representados por recursos á vista e de poupança, afora os depósitos judiciais, que são um privilégio dos bancos públicos.

No caso dos bancos médios e pequenos resta o acesso a recursos de investidores institucionais locais e internacionais, que, além de não representarem uma base estável, tem, no caso dos locais, preferência por prazos curtos, limitando o alongamento a captações externas que no momento de crise simplesmente se torna escasso.

O desaparecimento dos depósitos levou os bancos menores a suspender a concessão de crédito e a terem que vender as suas carteiras aos bancos maiores, que, por sua vez relutavam em fazê-lo, imaginando que poderiam adquirir essas carteiras a um preço menor num futuro próximo. Foi neste momento que os quase R$ 250 bilhões em compulsórios depositados no Banco Central, somados ao rigor demonstrado na não remuneração de 70% dos compulsórios sobre depósitos a prazo, permitiu o rápido estancamento de uma crise de liquidez – injetando como já mencionado R$ 94 bilhões no sistema.

Portanto, percebe-se que o efeito imediato da crise sobre o mercado de crédito brasileiro foi um quadro de maior concentração bancária, de crédito caro e curto, de aumento de spreads e redução no alongamento do crédito bancário, enfim um sistema menos competitivo e potencialmente menos inovador.

Outro ponto importante a se observar concerne no efeito da crise sobre as finanças das empresas. As empresas em geral, principalmente as pequenas e médias empresas, passaram a depender mais de crédito para financiar o encolhimento dos seus fluxos de caixa. O problema

é que as empresas de grande porte, que antes da crise buscavam recursos no exterior ou no mercado de capitais interno, passaram a buscar recursos no mercado interno no pós setembro. Esse redirecionamento das empresas de grande porte, buscando crédito no mercado interno, acirrou a disputa com as médias e pequenas empresas, que se valiam principalmente do sistema financeiro nacional.

Os bancos de médio porte que atendem principalmente ao segmento intermediário de empresas, os chamados middle market, enfrentaram problemas derivados da crise de confiança no mercado financeiro. Essas instituições financeiras tiveram dificuldades de captar recursos no mercado por meio dos lançamentos de CDBs, o que restringia ainda mais o crédito, encarecendo-os e afetando o lado real da economia. Segundo dados do IPEA os spreads bancários subiram em média sete pontos percentuais entre setembro e dezembro de 2009.

Analisando-se a configuração do atual choque percebe-se a combinação do rompimento de uma bolha especulativa nos preços dos imóveis com uma desorganização profunda dos mercados financeiros e um colapso do crédito bancário (credit crunch), se junta a isso uma política monetária expansionista por conta da desaceleração que a economia americana vinha enfrentando. Os choques externos são temáticos, e a área sensível, desta vez, é o sistema bancário.

A propagação da recessão americana ás demais economias se deu, em grande parte, por um processo de redução da alavancagem no sistema financeiro global e conseqüente fragilização dos bancos.

No Brasil, a propagação da crise via contração de crédito, ainda que tenha de fato acontecido, se mostrou menos intensa. A necessidade de desalavancar ficou restrita as empresas exportadoras. O sistema bancário brasileiro tendeu a ser mais seletivo no crédito ao consumidor e a pequenas empresas. Vale ainda lembrar que o Brasil vem de uma tradição de “sobrerregulação” de mercados financeiros e as empresas brasileiras são historicamente subalavancadas.

Ao analisar a participação das concessões de crédito no processo de financiamento das empresas no Brasil podemos perceber que as nossas empresas utilizam como principal meio de financiamento a retenção de lucro, seguida de captação externa de recursos. O BNDES também tem cumprido um excelente papel no financiamento as empresas. Já a emissão de ações e debêntures tem se mostrado de uma maneira mais instável.

O fato de as empresas brasileiras lançarem mão de outras fontes de financiamento em detrimento de uma maior participação do crédito bancário. Além das instituições financeiras se mostrarem saudáveis, tanto pelo atual ciclo que o Brasil vem vivendo nos últimos anos, como por um fortalecimento das instituições que fiscalizam o sistema financeiro. Confere-nos uma menor vulnerabilidade a esse choque via escassez de crédito internacional.

O mesmo ocorre com a propagação via destruição de riqueza. Não houve bolhas especulativas no preço dos imóveis, até porque, esse setor se mostrava relativamente estagnado. A queda nas bolsas brasileiras provavelmente terá mais impacto sobre a riqueza de investidores estrangeiros, já que a participação da renda variável na riqueza financeira de investidores brasileiros é pequena.

3.2.1 A atuação dos Bancos Públicos na Crise

Os dados favoráveis da economia brasileira fizeram com que analistas subestimassem o real efeito que a crise produziria sobre o Brasil. Pensava-se que, dentre outros fatores, a posição credora em moeda forte do setor público eliminava o elo principal de transmissão da crise, e, portanto, não haveria porque temer uma fuga de capitais ou um ataque contra o real.

Mas não foi bem por aí que a crise chegou, ainda que tenha havido saída de capitais e fortes desvalorizações cambial. Assim em lugar de dificuldades para financiar déficits externos, os países tiveram de lidar com uma abrupta redução na disponibilidade de financiamento para as suas instituições financeiras, empresas e famílias. Não surpreende, portanto, que sofreram mais os países que apresentavam uma expansão mais alavancada. A dificuldade de captar recursos no mercado de atacado, as significativas perdas com a desvalorização dos ativos e a desconfiança mutua entre instituições com relação a sua solvência levaram a uma elevada redução da alavancagem financeira.

Para países que se encontravam em situação semelhante a brasileira, essa desalavangem seria possivelmente benéfica, dado o aquecimento da economia e necessidade de desaceleração, que já pressionava a inflação. O problema foi a força e velocidade com que isso aconteceu, provocando efeitos sobre o lado real da economia, através da redução das fontes de financiamentos, levando a queda do nível de atividade e pressionando a situação dos bancos.

No Brasil, o choque do crédito começou pela abrupta queda no acesso a financiamento externo. O saldo da conta capital e financeira do balanço de pagamentos caiu de US$ 79 bilhões nos primeiros meses de 2007 para US$ 41 bilhões no mesmo período de 2008, puxado pela queda do investimento em carteira, e com a queda na colocação de títulos brasileiros no exterior caindo mais da metade e ainda assim com um custo mais alto.

Nos EUA e Europa, a ampliação da liquidez no sistema financeiro se deu com créditos e garantias dadas pelos bancos centrais, enquanto a insolvência e restrições de capital das instituições financeiras foram combatidas com juros baixos e injeções de capital estatal. No Brasil, os instrumentos de preferência foram a redução dos compulsórios e a expansão das atividades dos bancos públicos. O aumento das captações via depósito a prazo, assim como mudanças na regras de compulsório nos depósitos interfinanceiros, facilitou as medidas de relaxamento dos compulsórios que caíram 19% só em outubro de 2008. O relaxamento dos compulsórios foi combinado com medidas de estímulo á compra de carteiras de crédito de bancos pequenos e médios com problemas de liquidez.

Os bancos públicos se destacaram especialmente no trimestre agosto-outubro, com aumento de 11% no saldo de empréstimos. As operações diretas do BNDES lideraram esse processo, com elevação do saldo de 17%. Além da maior captação de depósitos, os bancos contaram com novos aportes de capital e outras medidas para financiar essa expansão: em poucos meses o BNDES recebeu R$ 33,5 bilhões em recursos do tesouro, R$ 7 bilhões do FGTS além de 6,2 bilhões por meio de liberações especiais de depósitos compulsórios.

Através da MP 433 o governo autorizou o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a comprar instituições financeiras e imobiliárias que se encontravam em dificuldades, sem necessidade de processo de licitação e em dinheiro; permitiu ao governo der crédito de R$ 3

bilhões ao BNDES; criou um banco de investimento para a CEF. Foram também criadas linhas especiais de bancos públicos para a agricultura, construção e setor automobilístico.
A desaceleração da expansão dos empréstimos nos bancos privados se deu pela adoção de critérios mais rigorosos de seleção de tomadores, reduzindo-se os empréstimos para famílias e empresas que apresentavam maiores riscos de inadimplência. É justamente essa clientela que formaram o grosso da clientela marginal com quais os bancos públicos puderam expandir suas atividades.

Diversas formas de subsídios permitiram aos bancos públicos proteger-se e até beneficiarem-se com a crise. Em especial, a garantia estatal, fez com que essas instituições públicas se tornassem os grandes destinatários de volumes de depósitos á vista, a prazo e de poupança, captados a baixo custo. Neste sentido, tornasse mais ou menos natural que, enquanto durar uma crise de confiança dos depositantes, eles respondam por uma maior parcela do crédito.

O diagnóstico por trás das medidas adotadas nos mostra que o Banco Central optou por elevar o custo dos depósitos compulsórios de forma expressiva, reduzindo a remuneração dos compulsórios sobre os depósitos a prazo. Simultaneamente, permitiu aos bancos mitigar este custo através da aquisição de carteiras de crédito e de depósitos interfinanceiros de instituições de menor porte. A operacionalização das medidas mostra uma grande preocupação não apenas com o espoçamento da liquidez, mas com a escassez de liquidez em determinados segmentos do sistema bancário. Na prática, ao criar incentivos para que os bancos adquirissem carteiras das instituições de menor porte, as autoridades estavam, de fato, criando um novo mecanismo de provisão de liquidez a estas instituições. É fato que a capacidade de financiamento de instituições sem uma rede de agências e uma estrutura que viabilize uma captação pulverizada e diversificada de recursos foi particularmente afetada pela contração das linhas externas, pelo encarecimento dos custos dos recursos a prazo no mercado local e pelo desaparecimento das alternativas de mercado de capitais.

A despeito de todos os problemas que foram apresentados, no que concerne a escassez de crédito. No Brasil pôde ser verificado até uma expansão no volume de crédito no quarto trimestre de 2008. E essa expansão deveu-se principalmente a atuação dos bancos públicos.

Como já mencionado o crédito bancário alcançou em dezembro de 2008, o maior valor percentual em relação ao PIB desde o início da apuração da série pelo Banco Central, chegando a 41,1% do PIB.

Entre 2004 e 2008, o crédito ás pessoas físicas representou 32% do total de mercado do período. O segmento registrou a taxa mais elevada de crescimento médio do período contra 22,5% para as empresas e 18,6% para o segmento rural e habitacional.

Esse fato resultou da combinação, de um lado, da expansão contínua da renda das famílias, alimentada pelo aumento do emprego e salário real e a queda dos juros. De outro, foi também relevante a criação do crédito consignado em folha de pagamento. Além disso, deve-se destacar tanto o crescimento das operações de crédito para a aquisição de veículos, quanto das operações de leasing, as quais vieram acompanhadas de melhores condições de financiamento em termos de custos e prazos.

A atuação dos bancos públicos em 2008, as operações de crédito dos bancos públicos cresceram 40%, enquanto a variação dos bancos privados atingiu apenas 27%. Isto fez com que a contribuição dos bancos públicos para o crescimento do crédito total no ano atingisse 43%, acima da média do período 2004-2008, que atingiu 33%. Desde 2004 foi a primeira vez que as instituições estatais superaram as privadas. Essa diferença como já mencionado deve-se as diferentes respostas dos bancos públicos e privados aos efeitos da crise financeira internacional.

A partir de setembro 2008, quando a crise teve um impacto mais contundente sobre a economia brasileira, especialmente mediante a drástica redução da liquidez, o setor público passou a atuar de forma anticíclica. Várias medidas foram tomadas nesse sentido, como, por exemplo, a liberação de compulsórios, a ampliação das linhas públicas de financiamento á exportação e capital de giro pelo BB e BNDES. Entre setembro e dezembro de 2008, os créditos dos bancos públicos expandiram-se 12,9%, ao passo que os bancos privados cresceram apenas 3,2%. Conseqüentemente, os bancos públicos foram responsáveis por 68% da variação liquida das operações de crédito no quarto trimestre de 2008. Coube ao BNDES, a responsabilidade pelo aumento de quase um terço de todo o aumento.

3.3 DETERIORAÇÃO DAS EXPECTATIVAS

Antes mesmo do “estopim” da crise que teve como marco simbólico a quebra do Lehmann Brothers. Já era possível perceber alguma mudança na atividade econômica de alguns países, sobretudo sobre os países mais industrializados e que possuía uma maior interação com outras economias.

Quando os agentes econômicos – famílias, empresas e até mesmo o governo – tomam decisões intertemporais, geralmente não tem certeza sobre o futuro. Uma empresa que esteja pensando em um investimento precisa saber qual a futura trajetória da renda que vai resultar do investimento, mas rendimentos futuros só podem ser calculados com algum grau de incerteza. A situação exata da economia no futuro é virtualmente desconhecida.
Essa é a razão pela qual famílias e empresas precisam formular algumas expectativas do futuro para tomar a maioria das decisões intertemporais. Na realidade, precisam fazer avaliações complexas da possibilidade de diferentes acontecimentos – como previsões sobre renda, consumo, inflação.

Há diversos debates entre psicólogos e economistas sobre a maneira pela qual os agentes econômicos realmente formulam suas expectativas. Talvez a regra mais simples seja agir como se o próximo ano fosse igual ao atual, uma regra chamada “*expectativas estáticas”* . Uma outra forma de se avaliar seria considerar que as pessoas atualizam as expectativas do futuro dependendo da concretização ou não das expectativas no período anterior, levando-se em conta inclusive a margem de erro ocasionada por conta dessas expectativas anteriores, esse modelo é chamado de **“***expectativas adaptativas”*.

Muitos economistas argumentam, com convicção, que esses modelos mecânicos de expectativas são muito crus e que as pessoas devem usar maneiras muito mais sofisticadas para formar expectativas, especialmente se há fatores importantes envolvidos, como, por exemplo, quando uma empresa está tomando uma decisão sobre investimento. Eles argumentam que as famílias e as empresas usam todas as informações disponíveis, mais o que compreendem sobre o modelo econômico da economia, quando formulam expectativas de futuras variáveis econômicas. A hipótese geral de que as pessoas fazem o melhor uso possível

de todas as informações disponíveis é conhecida como hipótese das *"expectativas racionais"* (ER).

A hipótese das Ers, por si só, não nos dizem muitas coisas sobre as expectativas específicas dos agentes econômicos, é preciso saber qual o modelo que os agentes estão usando e de quais informações esses agentes dispõem. Mas a hipótese das ER, contudo, nos diz muitas coisas: implica que as pessoas incorporam rapidamente as informações disponíveis na formação das expectativas, que não cometem e não repetem erros simples se dispõem de informações que as podem prevenir e que as expectativas devem ser consistentes com o modelo econômico que elas acham que governa a economia.

Como a proposta deste trabalho é indicar as formas como essa crise internacional repercute sobre a economia brasileira. Uma breve exposição sobre o papel das expectativas no mecanismo de transmissão se faz necessária.

A análise de consumo e poupança iniciada por Keynes, que especificou uma função consumo relacionando o consumo atual com a renda atual foi contemplada com a abordagem intertemporal. Essa escolha é influenciada não apenas pela renda atual, como no modelo Keynesiano, mas também pela renda futura esperada e pela taxa de juros. Ao escolher um padrão de consumo,a família está limitada pela restrição orçamentária intertemporal.

Durante a fase mais aguda da ultima crise internacional, houve uma tendência natural a redução do consumo nas principais economias industrializadas. O Brasil utilizou como instrumento de combate a essa redução na demanda, uma redução temporária nos impostos sobre alguns bens de consumo duráveis. Esse caráter temporário na redução dos impostos aliado a expectativas de melhora no cenário econômico brasileiro, devido a situação privilegiada em que se encontrava a economia brasileira, obteve um certo êxito na medida em que aumentou o consumo desses bens justamente na fase mais aguda da crise.

Os impostos tem um efeito importante sobre o consumo. Impostos maiores reduzem o valor da renda disponível e, portanto, reduzem o consumo. Mas é importante observar que: A resposta do consumo a uma mudança de impostos depende muito de ela ser considerada temporária ou permanente. Como muitos episódios históricos demonstram, o consumo reage

muito mais a uma alteração tributária considerada permanente. O que o governo brasileiro fez foi tentar mitigar os efeitos da crise na sua fase critica, acreditando que o pior iria passar. Os investimentos dependem de opiniões sobre a futura produtividade marginal esperada do capital. Na prática as decisões de investimentos estão permeadas de incerteza. O produto marginal do capital na produção de qualquer bem depende da demanda futura (que determina o preço pelo qual eles poderão ser vendidos no futuro). Depende também de inúmeras decisões incertas, tecnológicas e outras que vão afetar o processo de produção. Essa incerteza fica ainda maior porque o investimento normalmente exige uma previsão da situação dos negócios para muitos anos no futuro e não para um único período.

Parte da volatilidade do investimento e, portanto, da incerteza, provém de expectativas do futuro. Essas mudanças podem estar baseadas em evidências das condições dos negócios, até mesmo modelo de demanda do consumidor, pesquisas de opinião, alterações tecnológicas e da demanda observadas, ou podem ocorrer simplesmente de ondas de otimismo ou pessimismos que varrem a economia sem nenhum motivo aparente. Os economistas têm divergido, na questão de até que ponto as mudanças na confiança do investidor refletem mudanças nos “fundamentos” ou se são conseqüência de inexplicáveis mudanças de humor.
John Maynard Keynes certamente é o mais famoso dos defensores do ponto de vista de que as muitas mudanças de investimento refletem mudanças na confiança e que elas não estão baseadas em mudanças nos fundamentos da economia.

As expectativas representaram um importante canal de transmissão da crise internacional á economia brasileira. De fato o impacto da crise sobre as expectativas dos agentes econômicos (empresários e consumidores) parece ter sido muito maior e anterior ao impacto sobre outras variáveis.

Estudos realizados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada(IPEA), mostrou que a repercussão da crise no Brasil apresentou um componente expectativa muito forte. A deterioração das expectativas deve ter contribuído para uma mudança de postura da indústria brasileira, no sentido de reduzir a produção e cortar custos, o que ajuda a explicar a forte redução observada na produção industrial.

O indicador Sensor Econômico, lançado pelo IPEA no início de fevereiro, revelou uma situação de apreensão por parte dos agentes econômicos. O IPEA avaliou qualitativamente quatro importantes temáticas: contas nacionais, parâmetros econômicos, desempenho das empresas e aspectos sociais em todo o Brasil. Na avaliação por setor de atividade, embora todos os setores mostrassem uma situação de apreensão, ela foi um pouco mais branda no setor de comércio e serviços e mais forte no setor agrícola.

Segundo o economista Lopes (2009), a contaminação da crise via expectativas explica boa parte da contratação a atividade produtiva no último trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009. E a redução de estoques na indústria teve papel importante nesse processo, e naturalmente, por sua própria natureza defensiva, contribuiu para a recuperação a partir do segundo semestre de 2009. No médio prazo a dinâmica de crescimento atualmente "embutida" no sistema e a atuação expansionista do governo através do PAC, BNDES e outros mecanismos fiscais e creditícios tiveram papel importante para garantir a recuperação das expectativas, com crescente consolidação da confiança das empresas nas perspectivas de crescimento de longo prazo.

4 POLÍTICAS ADOTADAS NO COMBATE A CRISE

O governo brasileiro atuou tanto com instrumentos de políticas fiscais como também usou mecanismos econômicos monetários no combate aos efeitos adversos da crise internacional. Salientamos, desde já que, todo governo ao lançar mão de políticas econômicas se depara com três obstáculos á execução da política: defasagens nos efeitos da política, o papel das expectativas na determinação das respostas do setor privado á política e a incerteza sobre os efeitos da política.

O responsável pela política econômica enfrenta dificuldade na elaboração dessas políticas por ter que seguir exatamente os seguintes passos: observar o distúrbio; tentar identificar se ele é permanente ou não; leva tempo para elaborar a política econômica; essa política leva um certo tempo para afetar o comportamento dos agentes e por ultimo é preciso verificar se essas políticas terão os efeitos desejados ou não. Portato os responsáveis pela solução dos problemas estão precariamente equipados para fazer um serviço perfeito de estabilização da economia.

A experiência da grande depressão da década de 30 possui muitas semelhanças com a atual crise. Ambas as crises se iniciaram no mercado financeiro, teve como epicentro a economia americana que, assim como naquela época, possuía taxas de juros muito baixas, tornado-se inviável a utilização desse instrumento de política monetária. A grande depressão mostrou que a economia privada é inerentemente instável e portanto incapaz de fazer a economia retornar ao rumo de crescimento sem uma interferência do Estado. A experiência passada foi, implícita ou explicitamente, a base para crença de que uma política de estabilização ativa é necessária para manter a boa performance econômica. O uso vigoroso da política fiscal contracíclica é, segundo este entendimento, um método bastante eficiente para reduzir as flutuações cíclicas. A cura para a depressão segundo a visão Keynesiana é portanto corte dos impostos e aumentar gastos do governo.

Não há nada no modelo *IS-LM* que sugira que a política fiscal é mais útil que a política monetária para a estabilização da economia. A ênfase Keynesiana sobre política fiscal, e sua subestimação do papel da moeda, foi crescentemente desafiada por Milton Friedman durante os anos 50. Durante este período Friedman estava desenvolvendo grande parte de sua análise

e evidência que forneceram a base para o monetarismo. Dando ênfase ao papel da política monetária na determinação do comportamento da produção e dos preços.

Não há nenhum conflito inerente entre as explicações Keynesianas e os monetaristas, e hoje podemos verificar que diversas economias ao redor do mundo lançam mão dos seus instrumentos como forma de combater os efeitos adversos da crise internacional.

O Brasil como já mencionado sofreu menos que a maioria das economias industrializadas, e isso se devem, em grande parte, as melhores condições da economia brasileira. Essa posição privilegiada fez com que o Brasil utilizasse instrumentos típicos de países desenvolvidos como redução de juros, ainda que numa escala menor, e principalmente políticas fiscais.

4.1 POLÍTICA FISCAL

Dentre as políticas com maior impacto sobre a reativação da economia destacam-se algumas de cunho social. As medidas de cunho social com maior impacto sobre a manutenção do consumo foram: o governo brasileiro aumentou os gastos públicos para reajuste do salário mínimo, com transferência de renda através de políticas assistencialistas como o Bolsa Família e com a previdência social. A expansão desses gastos, especialmente do salário mínimo, possibilitou a manutenção do consumo, em especial das classes sociais mais baixas, minimizando os efeitos restritivos impostos pela crise. Desse modo, o consumo estimulado tanto pelo aumento da renda quanto pela sua melhora na distribuição atuou como um importante estimulador da demanda durante a crise, induzindo posteriormente o próprio investimento.

A manutenção de grandes investimentos do setor públicos planejados e que já estavam em curso, principalmente no âmbito da Petrobras e do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) foram também importante para que a recuperação se iniciasse ainda em 2009.

As medidas de desoneração fiscal merecem atenção especial, como a redução do imposto sobre produtos industrializados (IPI) de automóveis, eletrodomésticos e construção civil, e do IOF para créditos a pessoas físicas. Po meio da Lei n° 12.096, de 24 de novembro de 2009 o

governo reduziu a zero a alíquota da COFINS sobre determinadas motocicletas, bem como reduziu a alíquota do IOF em 23 de novembro de 2008.

Outro setor beneficiado foi o de alimentos, contemplado com a redução a zero, até o fim de 2011, das alíquotas da COFINS e da contribuição ao PIS sobre importação e o faturamento decorrente da comercialização de farinha de trigo, inclusive o trigo utilizado na fabricação do pão comum.

Do mesmo modo, o setor moveleiro, bem como o de eletrodomésticos foram beneficiados com a redução do IPI. Outra ação fiscal para enfrentar a crise foi desonerar o IPI para o setor da construção civil. Matérias como cimento, tintas e vernizes, indutos utilizados em pintura, dentre outros, tiveram alíquotas reduzidas de quatro a cinco por cento. Além disso, foi modificado o regime de tributação para a construção civil, que conjuga o IR, CSLL, PIS e COFINS, inerentes ás construtoras, com redução de 7% para 6% e, caso a construtora esteja no programa de habitação do governo, a redução vai para 1%.

No mercado financeiro, como já dito, houve redução do IOF para empréstimos, bem como reduziu o prazo para a apropriação de créditos de PIS/COFINS, na aquisição de bens de capital, de 24 para 12 meses. Do mesmo modo, houve redução a zero do IOF de 0,38% sobre operações de crédito do BNDES e FINEP.

Com relação ao comércio exterior, é importante mencionar a abrangência do regime tributário para incentivo á modernização e ampliação da estrutura portuária para o segmento ferroviário, com suspensão do PIS, da COFINS, do II e do IPI. Houve redução patronal sobre a folha de pagamento, bem como da contribuição para o Sistema S para até zero, a depender da participação das exportações no faturamento total da empresa.

Houveram críticos com relação ao pacote fiscal do governo, assinalando que os efeitos produzidos com o pacote fiscal afetaria apenas a parcela que seria repassada aos demais entes da federação, houve, por outro lado, considerável aumento dos gastos públicos com aumento de salários dos servidores públicos e elevação dos gastos com programas assistencialistas, com muito pouco acréscimo nos investimentos em infra-estrutura e quase nenhum alívio na carga fiscal dos contribuintes.

È importante lembrar ainda que, o FMI ressalta a possível criação de bolhas nos países que adotam medidas fiscais reducionistas muito significativas para os grandes empresários. Sendo assim, há recomendação expressa do FMI para que o Brasil contenha as políticas de incentivo, a fim de evitar problemas com o aumento excessimo da demanda e do crédito.

Apesar de esse conjunto de desonerações não atingirem uma parcela significativa do PIB(alcançaram algo em torno de 0,3%), eles se mostraram importantes estímulos para manutenção e ampliação do consumo, e serviram também como estímulos para o investimento privado que sem eles poderiam ter desacelerado com uma maior velocidade.
Os bancos públicos (Caixa Economica, Banco do Brasil e BNDES) como já mencionado tiveram papel importante. Alguns economistas indicam que as ações do governo através dessas instituições representaram políticas fiscais travestidas de políticas monetárias. O governo atuou na política creditícia através dessas instituições, que foram responsáveis pela sustentação do crédito no Brasil, uma vez que a expansão do crédito público ocorreu de forma mais acentuada e elevada do que o avanço do crédito privado.

O BNDES deu apoio financeiro, incentivando a compra de empresas no exterior por parte de empresas nacionais e patrocinou o financiamento de fusões e aquisições entre empresas nacionais. O Banco do Brasil elevou o crédito oferecido a empresas e aos consumidores, em especial para operações relacionadas ao comércio exterior e crédito rural, minimizando os efeitos dos cortes de crédito realizados pelos bancos privados, sobretudo entre o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009. Além disso, intensificou a compra de carteira de crédito de pequenas instituições bancárias, mas ainda avançou no processo de aquisição de três bancos estaduais e adquiriu grande participação no banco Votorantim. O banco também promoveu cortes nas taxas de juros em diversas modalidades de crédito.

A Caixa Econômica Federal, por seu turno, e sob a orientação do governo, procurou avançar sua tradicional atuação no financiamento habitacional de saneamento básico e infra-estrutura urbana. Para isso atuou expandindo linhas de crédito, e reduzindo taxas de juros.

Diante do exposto, não seria exagero afirmar que a medida anticíclica mais destacada não veio nem da área cambial e nem da monetária, a despeito da inegável relevância de cada uma

delas. Veio sim, da política fiscal, e principalmente da orientação do governo para que as instituições públicas expandissem o seu financiamento.

4.2 POLÍTICA MONETÁRIA

A condução da política monetária em 2009 foi pautada pelos desdobramentos do acirramento da crise mundial, observado na segunda metade de 2008, sobre a trajetória da atividade econômica interna. Em resposta ao novo ambiente experimentado pela economia mundial que, caracterizado por restrições importantes no mercado de crédito, aumento da aversão ao risco e deterioração de expectativas, se traduziu em retração da atividade interna no final de 2008 e no início de 2009, o Banco Central optou pela reversão da postura mais restritiva adotada na condução da política monetária em 2008, reduzindo a taxa SELIC no decorrer de 2009.

O Comitê de Política Monetária (COPOM) interrompeu, ao final de 2008, o processo de elevação da SELIC iniciado em abril daquele mesmo ano e expresso em crescimento da taxa. Nesse sentido, nas reuniões de outubro e dezembro o Copom considerou que as perspectivas com relação a evolução das atividades econômicas havia se tornado mais incertas e que o efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicavam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica poderia arrefecer de forma mais intensa do que seria determinada exclusivamente pelos efeitos da política monetária. Adicionalmente , foram avaliados os efeitos negativos da intensificação da crise internacional sobre a confiança dos consumidores e empresários. Nesse contexto, entendendo que a consolidação de condições financeiras mais restritivas pode ampliar os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação, o Copom decidiu por unanimidade, manter a taxa SELIC em 13,75% a.a., sem viés.

Nas duas reuniões realizadas em janeiro e março de 2009, o Copom reduziu a taxa Selic . Essa decisão considerou, em janeiro, que, diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica e do recuo das expectativas de inflação para horizontes relevantes, haviam se reduzido de forma importante os riscos de não concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltasse a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. Adicionalmente, foi considerado, em março, que o desaquecimento da demanda, motivado

pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, havia criado importante margem de ociosidade dos fatores de produção, e que este desenvolvimento seria contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das conseqüências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação da inflacionária na economia.

Em abril e junho de o Copom promoveu reduções na taxa selic. A continuidade do processo de introdução de estímulos monetários, mostrava-se consistente com os cenários de desdobramentos do cenário de desaquecimento da demanda i nterna e da contração da economia global, sobre o nível de utilização dos fatores de produção. O Copom considerou, na reunião realizada em junho de 2009, que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros deveriam considerar a magnitude do movimento total realizado desde janeiro. Nesse contexto, foi avaliado que o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva central da inflação justificava estímulo monetário residual, expresso em redução para 8,75% a.a. na taxa SELIC.

Nas reuniões realizadas em setembro, outubro e dezembro, o Copom manteve a taxa selic em 8,75%a.a. A postura mais cautelosa do comitê se justificava na medida em que, embora continuassem favoráveis as perspectivas de concretização de um cenário favorável inflacionário, no qual o IPCA seguisse registrando dinâmica consistente com a trajetória das metas, decisões sobre a evolução da taxa básica de juros deveriam incorporar a magnitude do movimento total realizado de janeiro a julho. O Copom considerou, também, que a manutenção da taxa de juros contribuiria para mitigar o risco de reversões abruptas da política monetária no futuro e, assim, para a recuperação consistente da economia ao longo dos próximos trimestres.

A trajetória dos agregados monetários em 2009 esteve condicionada, em parte, pelas medidas de política monetária expansionista adotada a partir de meados do segundo semestre de 2008, em resposta ao cenário de restrições severas nas linhas de crédito internas e externas que sucedeu o agravamento da crise mundial.

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) registrou aumento anual de 10,1% em 2009, atingindo R$ 240,3 bilhões, resultando em crescimento de 14% no saldo médio do papel moeda em poder do público e de 7,3% nos depósitos a vista, o agregado

avançou cerca de 5,7% no ano, refletindo, basicamente, a evolução do produto nominal. A média dos saldos diários da base monetária cresceu 14,9% no ano, totalizando R$ 167 bilhões em dezembro. A análise de seus componentes revelou acréscimos de 14,3% no saldo médio do papel moeda emitido e de 16,8% nas reservas bancárias, evidenciando o efeito da redução da alíquota do compulsório sobre recursos a vista, ocorrido em outubro de 2008. Ressalte-se ainda, os impactos expansionistas das compras líquidas de R$ 62,9 bilhões realizadas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio e dos resgates líquidos de R$ 11,3 bilhões em títulos do Tesouro Nacional.

O saldo de títulos privados cresceu 3,3%, atingindo R$ 593,9 bilhões. Os depósitos de poupança elevaram-se 17,9%, para R$ 319,6 bilhões, registrando captações líquidas de R$ 30,4 bilhões.

Compatíveis com o atual regime de política monetária baseada no sistema de metas para inflação, as projeções estabelecidas trimestralmente pela programação monetária para os principais agregados monetários foram estritamente cumpridas no decorrer de 2009.

As operações de financiamento com o objetivo de assegurar as condições de liquidez do sistema financeiro totalizaram R$ 447,1 bilhões em dezembro, registrando elevação de 43,2% no ano. A expansão foi determinada, principalmente, pelas operações primárias do Tesouro Nacional e pelas compras de moeda estrangeira realizadas pela autoridade monetária.

As operações de crédito do sistema financeiro se caracterizaram no decorrer de 2009, pelo restabelecimento gradual da trajetória de expansão observada antes do acirramento da crise. A retomada das condições favoráveis do mercado de crédito foi impulsionada pelas medidas monetárias e fiscais de caráter anticíclico adotada pelo BC e pelo governo federal, com ênfase nos impactos dos empréstimos em moeda estrangeira, destinados a assegurar sustentação a atividade exportadora, e da liberação de recolhimentos compulsórios, com vistas a promover liquidez em moeda doméstica no mercado interbancário.

Os dispositivos introduzidos ao final de 2008, objetivando a provisão de liquidez, permaneceram em vigor no início de 2009, mas sofreram alterações no decorrer do ano. Em 28 de setembro de 2009 o BC reduziu a alíquota de recolhimento compulsório de recursos a prazo de 15% para 13,5%. Visando adequar a liquidez, o CMN, instituiu os depósitos a prazo

com garantia especial (DPGE), garantida pelo FGC até R$ 20 milhões, com prazo mínimo de seis e máximo de sessenta meses. Essa medida possibilitou a captação de depósitos da ordem de R$ 14,4 bilhões, até 15 de janeiro de 2010, os quais beneficiaram, sobretudo instituições de pequeno porte.

De modo a impulsionar a oferta de crédito para projetos de investimento a MP N°453 autorizou o Tesouro Nacional a conceder crédito de até R$ 100 bilhões ao BNDES, mediante emissão de títulos públicos e transferência de superávit financeiro. O caráter anticíclico desta medida foi acentuado pela prerrogativa reservada ao Governo federal de condicionar as concessões desses recursos á criação ou manutenção de postos de trabalho, respeitados aspectos econômicos e financeiros a viabilidade dos projetos.

As operações de crédito corresponderam a 35,5% do total de ativos do sistema bancário em dezembro de 2009, ante 32,4 no final de 2008. O aumento relativo na alocação de recursos nas operações de crédito refletiu os impactos da redução da taxa básica de juros, iniciada em janeiro de 2009, da liberação de compulsórios e da concessão de incentivos á demanda interna por bens de consumo duráveis.

No âmbito institucional, promoveu alterações nas regras referentes a constituição e ao funcionamento das agências de fomento, com o intuito de permitir a ampliação de suas atividades.

No que se refere a regulamentação prudencial, prosseguiu em 2009 a adaptação do sistema financeiro ao novo arcabouço normativo internacional emanada do Comitê da Basiléia, tendo em vista a apuração do requerimento de capital necessário a cobertura das atividades de intermediação, conhecido como Basiléia II.

5 O BRASIL ANTE CRISE, SITUAÇÃO ATUAL

Diante dos últimos acontecimentos relacionados a instabilidade de algumas economias, sobretudo a dos EUA e Europa, fica bastante evidente que a crise internacional ainda não

cessou. Esses fatos tem levado a reflexão por parte de alguns analistas sobre a atual situação do Brasil diante de um novo cenário de crise, bem como sobre a capacidade e disponibilidade de políticas públicas a serem implementadas diante de um cenário de aprofundamento da crise.

O rebaixamento da divida dos Estados Unidos de AAA para AA+, pela *Standard and poors*, foi mais um elemento desse processo e este gatilho acabou gerando um impacto expectacional negativo importante, especialmente sobre a capacidade de financiamento das dívidas dos países desenvolvidos, provocando forte efeito sobre as bolsas de valores mundiais.

No Brasil a discussão estabeleceu-se após forte queda da bolsa de valores no país. Grande parte das empresas que negociam suas ações na Bovespa apresentou queda expressiva no valor de seus papéis, sendo que os mesmos atingiram níveis inferiores aos observados entre setembro de 2008 e 2009, período do agravamento da crise financeira mundial, mas em seguida observou-se um rápido retorno dos capitais, de forma que parte das empresas recuperaram suas perdas.

Diante desses fatos o objetivo deste capítulo é apresentar uma reflexão sobre as condições atuais do Brasil e sua capacidade de efetuar políticas públicas, capazes de combater os efeitos mais perversos de uma possível crise mais profunda. Para isso procura-se mostrar uma comparação da situação de hoje com aquela apresentada em 2008, para mostrar os espaços de resposta para intervenção do governo. A seguir são mostradas algumas vulnerabilidades importantes que se observam.

Contrariamente á situação de 2008, em que a economia brasileira estava apresentando um movimento de aceleração do crescimento, a situação de hoje é distinta. Os sinais de desaceleração do crescimento podem permitir maior espaço de manobra para a política que envolva queda nas taxas de juros doméstica.

Em 2008, no período imediatamente anterior ao aprofundamento da crise, o movimento do preço das commodities era de forte crescimento, e estava gerando impactos inflacionários. A partir de setembro, os preços caem abruptamente e já em meados no ano seguinte voltam a

crescer rapidamente, para surpresa de grande parte dos analistas. Hoje pode-se observar, em nível internacional, uma queda no preço das commodities e para o caso do Brasil isto é sentido há alguns meses. Dois fatores impulsionam o índice para baixo: a apreciação cambial e a queda na cotação das commodities agrícolas.

Essas quedas das cotações das commodities ainda não foram suficientes para compensar a forte alta ocorrida no ano passado. Porém juntamente com a valorização do real, já é possível notar os impactos sobre os preços internos nas sucessivas quedas mensais.

A perspectiva é a de que, se a crise aprofundar-se, deve haver uma queda mais acentuada no preço das commodities. No entanto as mesmas não voltarão a apresentar um crescimento acelerado depois, já que a dinâmica atual é de queda dos preços.

Os grandes bancos parecem estar funcionando em bases sólidas e não está ocorrendo uma interrupção dos canais de crédito. Em setembro de 2008, as instituições de pequeno e médio porte apresentavam dificuldades, sendo que os créditos externos haviam caído fortemente e apresentou-se rapidamente uma redução abrupta do crédito interno. Neste contexto o Banco Central buscou fornecer liquidez ao sistema, para evitar uma crise financeira e este foi outro fator a justificar a demora na queda da taxa de juros doméstica. Atualmente os bancos estão sólidos e não há indicação de arrefecimento mais profundo do crédito.

Em 2008, logo após o anúncio da falência do *Lehman Brothers,* descobriu-se que empresas brasileiras estavam fortemente alavancadas em derivativos cambiais. Grandes grupos como a Sadia e a Aracruz tiveram grandes perdas. A magnitude do total dos contratos de risco era substancialmente maior e o movimento da desvalorização abrupta do cambio comprometia a saúde do próprio sistema financeiro. A conseqüência desse problema foi mais uma vez obstaculizar uma redução da taxa de juros, sob a alegação de isto comprometeria ainda mais a capacidade de financiamento dessas grandes empresas. Neste sentido o Banco Central já iniciou uma atuação para a contenção da especulação no mercado de derivativos, assim como as empresas brasileiras. Atualmente, não há indicações de que empresas de maior porte estejam fazendo as mesmas operações com derivativos, a despeito da contínua valorização do cambio.

Além disto, o governo tomou atitudes no intuito de desestimular a montagem de operações deste tipo. Foram implementadas medidas para barrar a entrada de capitais de curto prazo muito voláteis (principalmente via IOF e aumento da fiscalização das operações) e também para limitar o uso de derivativos cambiais.

As contas públicas do país continuam apresentando um bom resultado. Nos seis primeiros meses de 2011, a Divida Líquida do Setor Público (DLSP), exclusive Petrobrás Eletrobrás, permaneceu essencialmente estável em 39,8% do PIB.

As variações na taxa de câmbio afetam a DLSP porque modificam os valores em reais dos passivos e ativos públicos denominados em dólares. Desvalorizações do Real aumentam fortemente a DLSP em 1999 e 2002 porque os passivos públicos denominados em dólares eram bem maiores do que os ativos públicos em moeda estrangeira (notadamente reservas internacionais em poder do BCB). O contrário vem ocorrendo desde o final de 2008 – quando as reservas internacionais já eram bem maiores do que os passivos públicos denominados em dólares, situação que permanece até hoje.

Na atual conjuntura, apreciações do Real aumentam a DLSP ao passo que desvalorizações a diminuem. Ou seja, um fato importante que ocorre agora está ligado a questão de a Dívida Externa Pública deixou de ser problema e que a Divida Interna se desindexou do dólar, de forma que, a desvalorização do dólar geraria um impacto de redução da dívida, ao invés de aumentá-la como em períodos passados.

Por fim, chega-se ao terceiro elemento que afeta a dinâmica da dívida pública: os juros. Nos seis primeiros meses de 2011, a taxa de juros real implícita sobre a DLSP tem flutuado em torno de 9,5% ao ano, o que se observa é que a dinâmica dos juros tem afetado a relação DLSP/PIB. Assim, cabe notar que os juros são um importante fator que contribui para o movimento da Dívida Líquida do Setor Público.

No que se refere ao Resultado Primário, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) aprovada pelo congresso em agosto de 2010, fixou a meta de superávit primário do setor público consolidado (exclusive Petrobrás) para 2011 em R$ 125,5 bilhões. Os dados demonstram que

tal meta vem sendo atingida, e esse desempenho é resultado da dinâmica dos Gastos Públicos Primários, que vem crescendo menos que as receitas e isto são particularmente verdadeiras no caso da União.

A arrecadação de praticamente todos os tipos de tributos aumentou mais rapidamente que o PIB, com destaque para o crescimento da arrecadação sobre Operações Financeiras (por conta das seguidas mudanças no IOF) e para a arrecadação sobre a renda do trabalho (por conta do acréscimo da massa salarial).

É importante salientar que a apesar dos bons resultados das contas públicas, o aumento do salário mínimo tem forte impacto positivo sobre o nível de atividade – tornado-o, simultaneamente, equalizador do ponto de vista social (tendo em vista a sua importância redistributiva do salário mínimo) e funcional do ponto de vista macroeconômico em um contexto de crise.

As reservas brasileiras continuam em patamares altos. Os dados relativos ás reservas internacionais registram os patamares mais altos alcançados nos últimos anos em torno de US$ 350 bilhões, nível seguro para contrapor uma debandada de recursos estrangeiros aplicados no país. No entanto, brasileiros que aplicam em títulos podem sair do país e, assim, a magnitude dos montantes seriam maiores que as reservas. Ou seja, com a possível gravidade da fuga de capitais, devem-se adotar medidas de incentivo á permanência de investidores internos em ativos brasileiros, para garantir os recursos necessários ao combate de uma eventual fuga.

Além fatores positivos acima mencionados é possível perceber também algumas vulnerabilidades relacionada a economia brasileira como o crescimento do passivo externo líquido, a magnitude e volatilidade dos fluxos financeiros, o perfil primário exportador da balança comercial brasileira e dependência da articulação com a China, além do movimento das commodities.

Um dos pontos de vulnerabilidade refere-se a magnitude dos fluxos de capitais com viés especulativo que entraram no país a partir de 2009 atraídos, especialmente, pelo diferencial de

juros. Os fluxos de capitais que se dirigiam das economias avançadas para as economias emergentes voltaram a aumentar e, no ano de 2010, esta recuperação da liquidez tornou-se ainda mais intensa. Observa-se ai um grande direcionamento de recursos privados para as economias periféricas. Esta cifra alcançou o valor de 470,1 bilhões de dólares segundo dados do FMI.

A política de câmbio valorizado tem anulado a política tarifária brasileira, de modo que o cambio tornou-se um incentivo á importação e um desestímulo á exportação o correndo uma deterioração progressiva nas transações correntes.

As relações comerciais com a China tiveram crescimento superior á elevação do comercio entre o Brasil e o mundo. Entre 2000 e 2010, as exportações brasileiras para a China elevaram-se de US$ 1,1 bilhão para US$ 30,8 bilhões, as importações cresceram de 1,2 bilhões para US$ 25,6 bilhões. Ao longo deste período, o saldo foi positivo para o Brasil em seis anos.

A alta recente dos preços das commodities, associada a importância comercial da China e á valorização do cambio que penaliza os produtos industrializados, consolidando o processo de primarização da pauta de exportação brasileira. Essa primarização em curso aumenta a vulnerabilidade do país a choques externos, pois a volatilidade no preço das commodities é maior do que nos produtos industrializados.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O impacto da crise sobre a economia brasileira foi maior do que se esperava. Em 2009 a economia teve um decréscimo de -0,2%, interrompendo um dos maiores ciclos de expansão

da atividade econômica brasileira, seguidas por cortes no nível de emprego e renda. A dimensão da queda na produção industrial surpreendeu a todos e dá uma idéia da dimensão dos impactos sofridos.

Diferentemente de outras crises no passado, no entanto, a economia brasileira esteve mais consistente e deu demonstração de maior resistência face às adversidades oriundas do exterior. Apesar de ter afetado algumas variáveis não chegou a gerar uma crise cambial, ainda que precise de um ajustamento, não gerou crise fiscal, apesar da queda na arrecadação, não gerou desorganização no funcionamento das finanças públicas e não abalou o sistema financeiro de forma a desestabilizar a economia.

Diversos instrumentos de política econômica mantiveram a sua eficácia e permitiram que o governo não perdesse a capacidade de reação diante da crise. Os cortes seletivos de impostos foram possíveis porque o governo manteve, ao longo dos últimos dez anos, resultados fiscais positivos. As políticas de apoio e estímulo á economia foram possíveis porque o governo deteve o controle de instrumentos de crédito nos bancos oficiais e até mesmo a taxa de juros pôde ser reduzida de seus níveis considerados desnecessariamente elevados. Os mecanismos de apoio social, como as políticas assistencialistas do governo, se revelaram um importante instrumento para reduzir os impactos adversos nas camadas menos favorecidas da população.

As reversões súbitas dos fluxos de capitais estrangeiros ajudou a provocar uma depreciação cambial e uma trava das exportações por falta de linhas de crédito comerciais, soma-se a isso a redução da demanda mundial e manutenção da absorção interna, o que provocou déficits na balança comercial. Assim o nosso balanço foi duplamente afetado: tanto pelo lado da conta corrente como pelo lado da conta capital.

Desequilibrou-se o balanço de bancos médios e pequenos dependentes de financiamento externo. Além disso a combinação de preços mais baixos das ações, cambio desvalorizado e restrições ao financiamento externo diminui a atratividade dos investimentos em capital fixo, especialmente em infraestrutura. E como nesses momentos há menor oferta de dólares, aumenta a pressão sobre o balanço de pagamentos. Ao longo do tempo a depreciação cambial ajuda a minorar essa pressão, mas, a curto prazo, em doses elevadas, tem impactos negativos sobre o custo de produção, que dificultam a administração da crise.

Diante do novo cenário de ajustamento do balanço de pagamentos a uma nova realidade mundial, podemos prever que o novo patamar de cambio real de equilíbrio deve ser mais depreciado. Este movimento deve levar em conta a nova configuração nas nossas relações comerciais internacional. Nesse novo cenário é preciso levar em conta a queda nos preços das commodities e a redução do financiamento externo.

O investimento direto estrangeiro retomou o seu fluxo de entrada no país ainda em maio de 2009, é fato de que tais recursos têm efeito direto no aumento da capacidade produtiva e na produtividade do país.

As reservas internacionais não foram abaladas pela crise mundial. Em setembro de 2008 estavam em cerca de US$ 207 bilhões. Decorridos oito meses de crise, retomaram o patamar de US$ 205 bilhões.

A inflação doméstica não representou um problema durante esse período, em 2009 a inflação se manteve em torno de 4,3%. Abaixo portanto da meta oficial. E a relação dívida/PIB cujo patamar era de 38,4% do PIB em Abril de 2009, se manteve relativamente estável durante o ano de 2010.

No caso de uma nova turbulência global deve haver de novo uma forte saída de recursos, conforme se comprovou com os acontecimentos recentes na bolsa brasileira. No entanto, a expectativa é a de que estes capitais retornem rapidamente, pois a selic está alta e os EUA confirmaram sua taxa em níveis baixíssimos até 2013. Provavelmente, os capitais com viés especulativo tendem a voltar, notando-se que as medidas para constranger o capital de curto prazo ainda não contiveram a apreciação do câmbio.

Existem inúmeros contornos e novos fatores intervenientes que podem levar ao agravamento dos efeitos internos. As economias mundiais encontram-se nesse momento numa fase de ajuste, onde é preciso encontrar uma nova configuração internacionacional que promova um novo equlíbrio entre as economias. O Câmbio, por exemplo, tem sido um tema bastante discutido e que tem causado um certo desconforto entre alguns países. A grande ressalva, no entanto, favorável ao Brasil, foi a disciplina fiscal mantida durante os últimos dez anos. Países

que se encontravam em situação fiscal mais frágil, sofreram mais. No caso do Brasil isso não ocorreu porque o país pôde contar com sólidos fundamentos de políticas fiscais.

Durante as discussões sobre a causa da crise internacional, parece haver unanimidade quanto a necessidade de adaptar a regulamentação do sistema financeiro para tentar evitar que os excessos da última década se repitam e voltem a provocar crises da magnitude da última. A definição do bom sistema financeiro não se exaure na garantia de não vir a provocar crises. O papel do sistema financeiro é o de intermediar recursos entre poupadores e investidores. É também fazê-lo da forma mais eficiente e flexível possível, para atender as necessidades dos poupadores e dos investidores quanto a prazo e risco.

Diante do desastre causado pelo excesso, é fácil esquecer-se dos benefícios que levaram ao excesso. O sistema financeiro das últimas décadas, sofisticado, complexo e globalizado, foi peça fundamental para viabilizar o longo ciclo de expansão da economia mundial. È preciso lembrar também que, o Brasil, desta vez, foi apenas uma vítima, coadjuvante secundário, de uma crise internacional que teve o seu epicentro nos EUA.

O cenário de crise aumentou a necessidade de ações mais fortes para aumentar a competitividade da economia brasileira, não apenas dos exportadores, mas também da indústria domestica que se depara com produtos importados mais baratos.

O diagnóstico é de que o Brasil está em melhores condições para enfrentar a instabilidade mundial. Porém o estilo de defesa não pode permitir a erosão das reservas internacional hoje próxima de 350 bilhões de dólares e se necessário deve haver dirigismo do crédito como em 2008/2009, pela participação dos bancos públicos.

Os desdobramentos da crise oferecem oportunidades para uma mudança de qualidade na política monetária, devido a uma confluência de fatores estratégicos: o Brasil tem ampliado o mercado doméstico; há instrumentos de política fiscal e creditícia sólidos para investimentos, manutenção da demanda e para uma política industrial competitiva; China, Índia e Brasil parecem estar fora do cenário de crise.

REFERÊNCIAS

BACHA, Edmar L; GOLDFAJN, Ilan**. Como reagir á crise? políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imago, 2009.

BELLUZZO L.G.; AlMEIDA J. G. **Depois da queda**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BANCO CENTRAL. **Relatório anual**. Brasilia: DEPEC, 2009. Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2009 >. Acesso em: 15 out. 2010.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Como as empresas financiam investimentos em meio a crise financeira internacional.** Brasilia, dez. de 2008. Diponível em: < http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/>. Acesso em: 10 jan. 2010.

DIAWARA. H. et al. **Financeirização e crescimento econômico do Brasil**: estatuto teórico, evidências empíricas conseqüências. Rio de Janeiro, 2009. (texto para discussão).

DORNBUSCH, Rudiger; FISHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5ed. Massachusets: Macron Books, 2006.

FILGUEIRAS, Luiz. **A crise economica mundial e seus efeitos sobre a economia brasileira**. 2008. Disponível em: <http://www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Textos_para_discussao/2008%20-%20TEXTOS%20PARA%20DISCUSS%C3%83O%20%20A%20crise%20econ%C3%B4mica%20mundial.pdf>. Acesso em: 10 out. 2010.

FRANCO, Gustavo H. B. O desembarque da crise no Brasil: 10 idéias. In: GOLFAJN, Ilan (Org.). **Como reagir a crise, políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imago, 2009.

GUIMARÃES, Ariane Costa. **A política fiscal no Brasil para enfrentamento da crise**, **economia global no biênio 2008-2009**. Brasília, 2010.

IPEA . **A crise internacional e possíveis repercussões**: **primeiras análises**. Brasília; Jan. 2009a. (Comunicado da Presidência, n. 16). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=133&limitstart=70 >. Acesso em: 10 out. 2009.

IPEA . **Crise internacional reações na América Latina**. Brasília; fev 2009b. (Comunicado da Presidência, n. 17.) Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=133&limitstart=70 >. Acesso em: 10 out. 2009.

IPEA . **Crise internacional**: metamorfose de empresas e impactos nas regiões do Brasil. Brasília; mar 2009c. (Comunicado da Presidência, n. 18) Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=133&limitstart=70 >. Acesso em: 10 out. 2009.

IPEA . **Transformações na indústria bancária brasileira e o cenário de crise**. Brasília; abr. 2009d. (Comunicado da Presidência, n. 20). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=133&limitstart=70 >. Acesso em: 08 jan. 2009.

IPEA . **Comércio exterior, difusão interegional da crise no Brasil e as perspectiva**. Brasília; ago 2009. (Comunicado da Presidência, n. 26). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=133&limitstart=70 >. Acesso em: 6 ago. 2009.

IPEA. **O Brasil ante a Crise Financeira Internacional**. Brasília; ago 2011. (Comunicado Ipea, n. 107). Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=10013.> Acesso em: 01 out 2011

IPEA . **Carta de conjuntura**: Brasilia, mar. 2009f

IPEA . **Carta de conjuntura**: Brasilia, jun. 2009g

IPEA . **Carta de conjuntura**: Brasilia, set. 2009h

IPEA. **Indicadores IPEA**. 2008. Disponível em: < http//www.ipeadata.gov.br.htm> . Acesso em: 15 nov. 2010.

LARRAIN, Sachs**. Macroeconomia em uma economia global**. São Paulo: Macron Books, 2000.

MANTEGA, Guido. O Brasil se preparou para enfrentar a crise mundial. **Revista Brasil Economia**, n. 5, Jul. 2009. Disponivel : <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria/images/stories/pdf/info_jul2009.pdf >. Acesso em : 03 nov. 2010.