

JOÃO DANIEL TISI RIBEIRO

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SEUS REFLEXOS NA  
POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL (2007-2009)

Trabalho de Conclusão de Curso de  
Relações Internacionais para a  
Universidade de Brasília, apresentado  
como requisito parcial à obtenção do  
título de Especialista em Relações  
Internacionais.

Brasília  
2010

JOÃO DANIEL TISI RIBEIRO

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E SEUS REFLEXOS NA POLÍTICA  
MACROECONÔMICA DO BRASIL (2007-2009)

Trabalho de Conclusão de Curso de Relações Internacionais para o Instituto de Relações Internacionais da Universidade de Brasília, apresentado como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Relações Internacionais.

Orientador:  
Prof. Alcides Costa Vaz

Brasília  
2010

## FICHA CATALOGRÁFICA

RIBEIRO, João Daniel Tisi

Reflexos da Crise Financeira Internacional na Política Macroeconômica do Brasil / João Daniel Tisi Ribeiro; Orientador: Alcides Costa Vaz. – Brasília, 2010

76 p.

Trabalho de Conclusão de Curso. Instituto de Relações Internacionais / Universidade de Brasília. Curso de Especializações em Relações Internacionais.

1. Crise Financeira Internacional. 2. Política Macroeconômica. 3. Política Externa. 4. Brasil. 4. Economia Política Internacional. 5. Relações Internacionais.

*Para Shylock.*

*Agradeço à Pequena Ídiche por concretizar na minha vida o sentido das palavras  
companheirismo e paciência.*

*“Se você deve ao banco mil libras, o problema é seu; se você deve um milhão de libras, o problema é do banco.”*

(John Maynard Keynes)

*“Se você deve ao banco um bilhão de libras, o problema é de todos.”*

(The Economist)

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é compreender como a bolha de ativos do mercado imobiliário norte-americano deflagrou uma das maiores crises financeiras da história a qual, rapidamente, espalhou-se para o sistema financeiro internacional e contaminou as economias reais de países do mundo inteiro. O trabalho contextualiza o Brasil durante este período por meio da análise de suas políticas macroeconômicas, desenhadas para minimizar os efeitos da crise. Para atingir estes objetivos, o trabalho parte do pressuposto de que a crise foi mais intensa em países com economias mais globalizadas e com sistemas financeiros complexos e profundamente interligados. A monografia mostra que países como o Brasil só não sofreram mais com a crise porque se encontravam a meio caminho de um sistema financeiro robusto, sofisticado e altamente internacionalizado. Conforme a hipótese aventada neste trabalho, isto permitiu que estes países, beneficiados pela expansão no comércio exterior desde 2000, prescindissem dos mecanismos financeiros com mais intensidade do que outras nações. No caso do Brasil, a monografia aponta, também, que o conjunto de medidas macroeconômicas adotadas, cuja eficácia se fundamenta nas reformas econômicas de meados dos anos 1990, auxiliou no combate aos efeitos da falta de crédito e liquidez internacionais.

## ABSTRACT

The purpose of this essay is to understand how the U.S. housing market bubble sparked one of the largest financial crisis in History, which quickly spread throughout the international financial system and contaminated the real economy of nations around the world. The essay intends to contextualize Brazil through the analysis of this country's macroeconomic policies, which were designed to minimize the crises' effects. In order to reach those goals, the essay assumes that the financial meltdown has been more severe in countries with high globalized economies, as well as with complex and deeply interconnected financial markets. The essay shows that some countries, such as Brazil, were not as vulnerable as the developed countries because they were halfway of a robust, sophisticated and internationalized financial system. Benefited of the international commerce expansion since the year 2000, these countries have emerged from the crises better than expected, what enabled them to dispense from the financial mechanisms, unlike other countries. The essay points out that Brazil's range of macroeconomic measures that have been put forward, whose efficiency is based on the economic reforms carried through the mid-1990s, helped in combating the lack of international credit and liquidity.



## LISTA DE GRÁFICOS

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 1 – Evolução do índice de preços dos imóveis nos Estados Unidos de 1997 a 2008.....  | 18 |
| Gráfico 2 – Juros norte-americanos (% - média anual).....  | 19 |
| Gráfico 3 – Emissão total de novas hipotecas e participação das Hipotecas <i>Subprime</i> (2001-2006).....                           | 20 |
| Gráfico 4 – Evolução das Hipotecas <i>Subprime</i> Securitizadas .....   | 21 |
| Gráfico 5 – Balanço em Conta Corrente – 1994-2002 (US\$ bilhões) .....   | 39 |
| Gráfico 6 – Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens – 1994-2002.....  | 40 |
| Gráfico 7 - Crescimento das exportações e da produção industrial mundial – 1998 a 2008 (variação percentual – média trimestral)..... | 45 |
| Gráfico 8 - Comércio exterior brasileiro – 1958 a 1998 (% do PIB).....   | 46 |
| Gráfico 9 – Resultado do balanço em transições correntes - 2002-2006 (em US\$ milhões).....  | 47 |
| Gráfico 10 – Reserva em moeda estrangeira (US\$ milhões) .....   | 48 |
| Gráfico 11 – Taxa Selic (em % ao ano) e inflação (IPCA em 12 meses) .....  | 48 |
| Gráfico 12 – Aumento do preço das <i>commodities</i> (em %) .....  | 50 |
| Gráfico 13 - IPCA acumulado em 12 meses (em %) .....   | 50 |
| Gráfico 14 – Exportações brasileiras – 2003 a 2009 (US\$ Bilhões).....   | 52 |
| Gráfico 15 – Comércio Exterior (série acumulada 12 meses – US\$ bilhões).....  | 52 |
| Gráfico 16 – Transações correntes e investimento estrangeiro direto líquido (US\$ Bilhões) .....                                     | 53 |
| Gráfico 17 - A evolução da taxa Selic .....  | 54 |
| Gráfico 18 – Conta corrente dos Estados Unidos (% do PIB) .....  | 66 |
| Gráfico 19 - Conta corrente global, 2006 (Bilhões de US\$).....  | 67 |
| Gráfico 20 - Quem poupa e quem não poupa, 2006 (Percentual do PIB).....  | 67 |
| Gráfico 21 - Estados Unidos: Taxa de poupança e consumo como % da renda disponível – média 12 meses 2001-2008.....                   | 69 |

## LISTA DE TABELAS

|  |    |
|--|----|
| Tabela I - Perdas anunciadas com a Crise do <i>Subprime</i> (Em US\$ Bilhões).....               | 26 |
| Tabela II – Pacotes de ajuda contra a crise (US\$ Bilhões) .....                                 | 28 |
| Tabela III – O G-20 e a crise.....   | 31 |
| Tabela IV – Reações de governos e bancos centrais à crise financeira .....                       | 32 |
| Tabela V – Reformas do Período FHC .....   | 41 |
| Tabela VI – Crescimento do PIB – 1995-2002 (médias anuais p/ período - %).....                   | 43 |
| Tabela VII – Síntese de Indicadores Macroeconômicos – 1995-2002 (médias anuais por período)..... | 43 |
| Tabela VIII – Participação dos setores nas exportações brasileiras – 1998 e 2008...              | 46 |
| Tabela IX - Medidas anticíclicas adotadas pelo Brasil no combate aos efeitos da crise .....      | 55 |

# SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS

LISTA DE TABELAS

|   |    |
|---|----|
| 1 INTRODUÇÃO .....  | 11 |
| 2 A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL.....                                   | 15 |
| 2.1 Os créditos de alto risco do mercado imobiliário norte-americano..... | 15 |
| 2.2 A irrupção da crise .....   | 23 |
| 2.3 Reflexos da crise nas economias nacionais .....                       | 27 |
| 3 REFLEXOS DA CRISE NA POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL .                | 34 |
| 3.1 Contexto macroeconômico brasileiro.....                               | 35 |
| 3.1.1 O governo FHC (1995-2002).....                                      | 35 |
| 3.1.2 O Governo Lula (2003-2007) .....                                    | 44 |
| 3.2 Medidas adotadas no combate à crise .....                             | 51 |
| 4 DEBATES SOBRE A ORIGEM DA CRISE .....                                   | 59 |
| 4.1 A Liberalização das finanças internacionais .....                     | 59 |
| 4.2 Desequilíbrios macroeconômicos globais .....                          | 64 |
| 5 CONCLUSÃO .....   | 71 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....   | 73 |

## 1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar a origem e os impactos da crise financeira internacional de 2008 e seus reflexos na política macroeconômica do Brasil. Esta análise será feita por meio da compreensão de três objetivos específicos: *a)* exposição dos fatos que desencadearam o estouro da bolha financeira em torno do mercado imobiliário *subprime* dos Estados Unidos e a subsequente contaminação da economia real desta e de outras nações; *b)* a apresentação das medidas macroeconômicas adotadas pelo governo brasileiro para conter os efeitos provenientes da crise financeira internacional e alguns de seus efeitos na economia nacional; e *c)* a compreensão das possíveis causas da origem da crise, por meio de breve leitura de algumas teses de autores e especialistas da área.

Se para a política internacional o *turning point* é representado pelo Onze de Setembro, na economia este papel foi ruidosamente encampado pela crise financeira internacional que possui como marco cronológico o mês de setembro de 2008, ou ‘Setembro Negro’ como posteriormente foi denominado, quando da falência do Lehman Brothers, um dos mais tradicionais bancos de investimento dos Estados Unidos. Este fato simbolizou a gravidade da convulsão financeira que se desenrolava e que contaminou as economias reais de países do centro do capitalismo global, com reflexos em todas as economias do planeta.

O mundo já sofrera com crises financeiras e econômicas em tempos não tão longínquos assim. Nos últimos trinta anos diversas crises eclodiram: em 1982, a crise da dívida externa em países da América Latina; de 1989 a 1991, a crise das poupanças e empréstimos nos Estados Unidos; em 1990 o estouro da bolha especulativa no Japão; entre 1992 a 1993, os ataques especulativos às moedas do Mecanismo de Taxas de Câmbio Europeu; de 1994-1995, a crise econômica mexicana; entre 1997 e 1998, a crise financeira asiática; em 1998, a crise financeira na Rússia; e de 2001 a 2002, a crise econômica na Argentina.

Entretanto, a crise recente possui poucas semelhanças em efeitos e magnitude com as anteriores, diferenciando-se, inclusive, da Crise de 1929 que, no entanto, proporcionalmente, ainda encabeça a lista como a crise econômica mais grave até hoje vivida pelo capitalismo contemporâneo. Segundo Alan Greenspan, a atual crise teve o condão de congelar, simultaneamente, os mecanismos financeiros

de intermediação da transferência de recursos poupados para os tomadores de empréstimo e a rápida desvalorização dos bens garantidores dos ativos transacionados. Este último fato impossibilitou a liquidação dos bens para compensar o congelamento do sistema financeiro, agravando ainda mais a situação e singularizando a crise aqui estudada.

A integração dos mercados de capitais das nações desenvolvidas contribuiu para a rápida disseminação dos efeitos da crise financeira e para a magnitude no aperto de crédito, constatado na segunda metade de 2008. A extrema interdependência financeira, combinada com a avançada tecnologia da informação empregada pelo setor, gerou um cenário de espantosa evaporação do valor de ativos comercializados ao redor do mundo globalizado, intensificando o pânico entre os investidores. Nações com sistemas financeiros mais sofisticados, robustos e expostos a um mercado intensamente liberalizado foram as que mais sofreram com a falta de liquidez que se expandiu para a economia real de países com desenvolvimento de vanguarda.

Esse processo de globalização econômica, comercial e financeira foi intensificado a partir da década de 1990 com o término da Guerra Fria e a conseqüente abertura de países outrora distantes da economia de mercado. Além disso, o aparente fracasso dos modelos onde o Estado desempenhara papel central no desenvolvimento econômico reforçou o alinhamento de nações como o Brasil às políticas de abertura. A súbita inserção de milhões de pessoas às forças de consumo contribuiu para a ascensão de novas economias como o Brasil, Rússia, Índia e China. Nestes dois últimos países, por exemplo, o excesso de poupança gerado nos anos de intenso crescimento foi canalizado através dos mecanismos de captação do sistema financeiro internacional para alimentar a bolha de consumo nas economias desenvolvidas, o que pode ter contribuído para o ciclo de consumo vicioso no mercado imobiliário dos EUA, por exemplo.

Nosso país beneficiou-se da expressiva alta, em volume e preços, no mercado de *commodities* agrícolas e minerais, na medida em que a China e Índia passavam a demandar nossos produtos em larga escala, em concorrência direta com os nossos tradicionais compradores europeus e americanos. Esse período de prosperidade do comércio exterior, cujo apogeu se deu no início do segundo governo

Lula, aliado à consolidação da estabilidade econômica herdada do governo anterior, permitiu que o país aproveitasse a oportunidade e adotasse um programa de transferência de renda eficaz e que contribuiu para o aumento do poder de compra de milhões de brasileiros, fortalecendo o mercado interno do país.

A bonança econômica, no entanto, não pareceu imunizar nosso país dos ventos da crise internacional que estaria por vir. Com a sua eclosão, o Brasil foi forçado a adotar um leque de políticas macroeconômicas com o objetivo de minorar os efeitos negativos dela decorrentes. Basicamente, todas as medidas tinham por finalidade estimular a oferta de crédito e elevar as taxas de consumo interno como forma de compensar a queda na demanda internacional. Para isso, o governo lançou mão de políticas monetárias e fiscais anticíclicas como, por exemplo, a redução dos depósitos compulsórios, diminuição das taxas de juros, abertura de linhas de financiamento especiais para setores sensíveis da economia e a redução de impostos.

No entanto, mesmo com adoção destas providências, o país sofreu o baque. Segundo algumas estimativas, o PIB de 2009 poderá indicar que o Brasil entrou em recessão econômica com crescimento negativo entre -0,1% e -0,5%. Os mais otimistas apontam que o PIB ficará estagnado, ou seja, sem crescimento para o ano de 2009. Seja qual for a estimativa que se concretize, fica evidente que, ao contrário do que o discurso oficial apresenta, o Brasil não esteve imune à crise financeira.

Assim, a problemática deste trabalho gira em torno de três questões: como se deu a dinâmica entre a bolha de ativos no mercado hipotecário norte-americano e a irrupção da crise financeira internacional? Sendo o Brasil um dos países expostos à crise, quais foram as medidas adotadas pelo governo para combater seus efeitos? Por que é dito que o Brasil conseguiu gerenciar bem os efeitos negativos da crise?

Na esteira dos ataques de 11 de Setembro e das guerras do Afeganistão e Iraque, uma ampla gama de estudos reafirmou a condição do Estado como ator principal nas relações internacionais. Estas, por sua vez, foram à exaustão apresentadas sob o enfoque da verticalidade, onde a lei do mais forte vigoraria, demonstrando que os mecanismos multilaterais de solução pacífica de conflitos estariam defasados, sendo que as ações militares empreendidas pelos EUA, à revelia do Conselho de Segurança das Nações Unidas, eram apresentadas como o corolário exemplar deste raciocínio.

No entanto, antes mesmo do findar da década, o paradigma realista perde seu brilho quando contrastado com a presente crise financeira internacional. Este trabalho, centrado na relevância da pluralidade dos níveis de análise, pretende estudar seu objeto ressaltando a importância que atores como indivíduos, corporações, instituições financeiras, dentre outros, tiveram no fomento e desenvolvimento dos eventos, evidenciados em 2008, e que redesenham a arquitetura das relações internacionais hodiernas.

Os números revelam essa importância. Em meados de 2009, as despesas dos Estados Unidos com os conflitos no Afeganistão, desde 2001, e no Iraque, iniciado em 2003, superara a cifra de US\$ 1 trilhão de dólares. No entanto, para combater os efeitos da crise, somente os EUA haviam gasto, no final de 2008, quase US\$ 3 trilhões. Ou seja, três vezes o valor despendido com os dois conflitos mencionados.

Estes dados evidenciam a relevância dos fatos econômicos internacionais para o conjunto de nações que hoje, mais do que nunca, está profundamente interligado. Ao contrário dos conflitos armados citados, a convulsão financeira internacional efetivamente mexeu com as vidas de milhões de pessoas em praticamente todos os países do mundo à revelia dos Estados, os quais igualmente se viram impotentes diante de elementos que nada ou pouco podiam fazer para evitar.

Os debates que agora surgem são no sentido da regulamentação dos mercados financeiros, com vistas a assegurar maior previsibilidade e conter os excessos cometidos no passado. Simultaneamente, discute-se o papel do Estado e a medida ideal de intervenção, objetivando coibir plena liberdade que, para alguns especialistas, foi o motivo determinante da crise. Outros, no entanto, são contrários à tese de que a liberalização financeira tenha sido o motivador da crise. Segundo estes especialistas, os desequilíbrios nos balanços de pagamentos dos diversos países, incitados por países onde o Estado intervém no sentido de coibir o consumo interno, seriam a fonte dos problemas vividos nas finanças mundiais.

Este é um debate profundo e que gera posições acaloradas. Nesse sentido, o presente trabalho busca dar uma breve contribuição para o seu entendimento, por meio da exposição do conjunto de fatos que levaram à crise, e como o Brasil navegou por estas águas atribuladas.

## 2 A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

Alguns especialistas afirmam que a crise financeira internacional foi deflagrada numa quinta-feira, 9 de agosto de 2007<sup>1</sup>. Neste dia, três fundos de investimento<sup>2</sup> no valor de 2 bilhões de euros, pertencentes ao banco francês BNP Paribas, tiveram suas negociações suspensas (GREENSPAN, 2008b, p. 1). Em pouco tempo, a interconexão sofisticada do sistema financeiro internacional iria desempenhar papel singular na magnitude da crise de confiança que estaria por vir.

Esta interconexão revelou que a política de concessão de empréstimos de alto risco no mercado imobiliário dos Estados Unidos, cujo *boom* se deu em meados do ano 2000, fazia surtir seus efeitos já do outro lado do Atlântico, com perdas extremamente elevadas, gerando o temor sobre a “saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimentos” (TORRES, E. & BORÇA JR., G, 2008).

A busca pela calma nos mercados naquele dia pôde ser constatada pelo teor das afirmações do diretor de ativos e serviços do maior banco da França, Alain Papiasse, e da ministra da Economia da França, Christine Lagarde que, em síntese, apressaram-se em dizer, respectivamente, que a “exposição [do BNP Paribas] ao mercado de crédito de alto risco [era] limitada e administrável” e que os bancos do país estariam em boa forma (ESTADAO *ONLINE*, 2007).

Mas o que seria esse “mercado de crédito de alto risco” a que o banco francês estaria exposto? Esta é a pergunta que se pretende responder no próximo item deste capítulo.

### 2.1 Os créditos de alto risco do mercado imobiliário norte-americano

Também conhecidas como créditos *subprime*<sup>3</sup>, as hipotecas de alto risco foram assim classificadas porque consistiam em empréstimos imobiliários

---

<sup>1</sup> Outros [especialistas] afirmam que o estopim da crise teria tido início alguns meses antes, em abril de 2007, com a falência da *New Century Financial Corporation*, considerado o segundo maior credor de hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos.

<sup>2</sup> “O BNP Paribas suspendeu os resgates das quotas de três fundos imobiliários sob sua administração – Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor e BNP Paribas ABS Econia” (BORÇA JÚNIOR; TORRES FILHO, 2008).

<sup>3</sup> Consulta ao dicionário nos trouxe as seguintes definições, em inglês: *sub-*: “[...] **1** under, beneath, below, from beneath [...] **2** lower in rank, position, or importance than; inferior or subordinate to [...]”



“concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, ou seja, em geral eram famílias de baixa renda ou minorias” (IEDI, 2008). Essa modalidade de financiamento também é conhecida como empréstimo “Ninja”, que representa o acróstico, em inglês, para “*no income, no job, no assets*”, ou seja, “sem renda, sem emprego, sem bens”, em alusão à situação financeira de grande parcela dos indivíduos que contrataram com os bancos.

Embora a crise no sistema financeiro tenha tido origem no setor de imóveis dos Estados Unidos, muitos especialistas, dentre os quais o ex-presidente do Federal Reserve (Fed), Alan Greenspan, apontam que a crise se deu, na verdade, em virtude da contínua e prolongada “subprecificação” do risco em todo o mundo. Ou seja, o crescimento econômico mundial e a estabilidade das taxas inflacionárias estimularam grandes investidores a migrarem para posições de risco muito mais altas. No dizer de dele:

“O estopim fora a subprecificação do risco em todo o mundo, anomalia que se agravou aos poucos, para atingir níveis quase históricos nos últimos anos. Em junho de 2007, o rendimento de títulos podres com classificação de risco CCC nos Estados Unidos, por exemplo, encolhera para pouco mais de 4% acima do rendimento de títulos do Tesouro dos Estados Unidos de dez anos, embora os papéis do governo americano sejam muito mais seguros.<sup>4</sup> [...] Do mesmo modo, os *spreads* entre a dívida soberana dos países em desenvolvimento e a de países desenvolvidos mais estáveis declinaram para níveis sem precedentes. O prêmio de risco das ações [...] também se contraiu significativamente. Em busca de retornos um pouco mais altos, os investidores passaram a aceitar riscos muito mais elevados.”

De fato, após queda do muro de Berlim e o subsequente progressivo abandono dos modelos de Estado com planejamento central e, igualmente, a intensificação da adoção por quase todos os países do mundo de economias voltadas para o mercado, a economia mundial experimentou intenso crescimento, num fenômeno que Fareed Zakaria (2008, p. 12) denominou de a “ascensão do resto”. Segundo Zakaria, “em 2006 e 2007, 124 países cresceram a uma taxa de 4% ou mais”. Esse número incluiria mais de 30 países da África, ou seja, dois terços

---

**3** to a lesser degree than, somewhat, [...]; *prime*: [...] “**1** first in time; original; primitive; primary **2** first in rank or authority; chief [...] **3** first in importance or value; principal; main [...] **4** first in quality; of the highest excellence [...]. (AGNES, Michael, 2001).

<sup>4</sup> Em contraste em outubro de 2002, a diferença entre o rendimento dos dois tipos de títulos era de 23 pontos percentuais (GREENSPAN, 2008b).

daquele continente. Segundo Antoine van Agtmael (*apud* ZAKARIA), administrador de fundos que cunhou a expressão “mercados emergentes”, 25 empresas estão cotadas a serem as próximas grandes multinacionais, sendo que destas, quatro companhias são do Brasil, México, Coreia do Sul e Taiwan; três da Índia; duas da China e uma da Argentina, Chile, Malásia e África do Sul. Nos últimos vinte anos mais de meio bilhão de pessoas ingressou nas forças de trabalho das economias emergentes.

Esse tremendo influxo de inclusão representou um *boom* de riqueza propagada pelos quatro cantos da terra o que refletiu diretamente na ampliação e sofisticação dos mercados financeiros internacionais, agora mais interligados do que nunca e que passaram a ficar disponíveis com maior intensidade também nos países em desenvolvimento. A população da China, dentre as de outras economias emergentes, cuja tendência de poupança é muito mais acentuada, pôde financiar o consumo em países desenvolvidos através dos mecanismos de captação de recursos emprestados do sistema financeiro. Este fato, aliado ao crescimento da riqueza e a inflação cadente em decorrência do aumento da concorrência internacional, “inundou os mercados financeiros” (GREENSPAN, 2008b, p. 4), o que refletiu na queda das taxas de juros de longo prazo em todo o mundo.

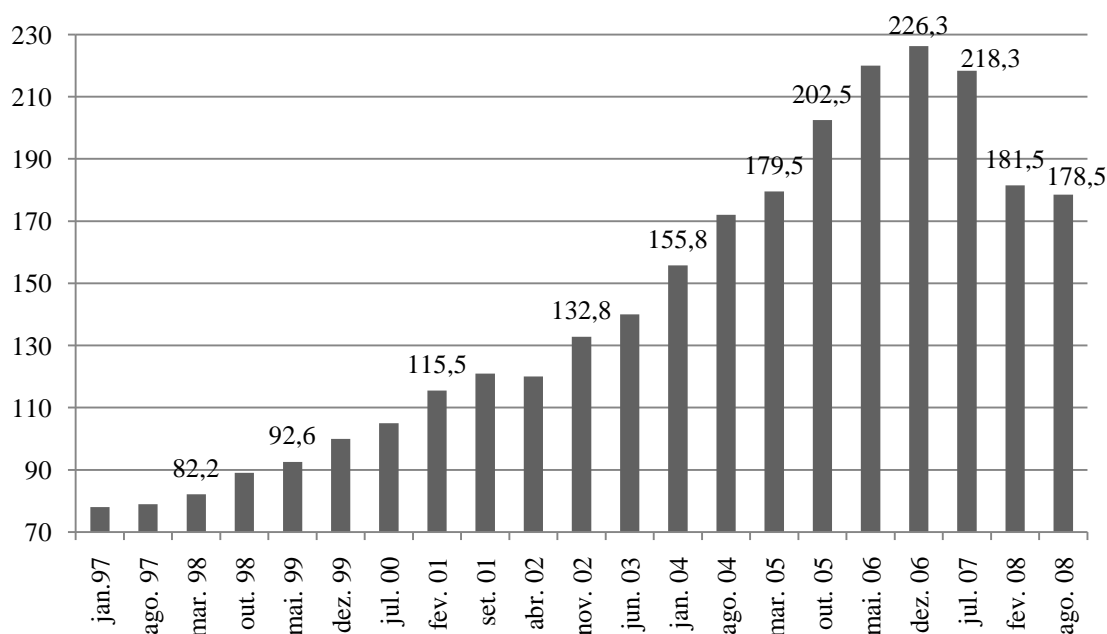
Toda essa dinâmica econômico-financeira deflagrou otimismo nos mercados acionários, impulsionando forte alta também nos preços dos ativos. Segundo Greenspan (2008b, p. 4):

“em todo o mundo, em praticamente todos os anos entre 1985 e 2005, o valor de mercado das ações, dos bônus ou títulos de dívida, dos imóveis residenciais e comerciais, dos títulos hipotecários e de outras obrigações de empresas não-financeiras e de famílias ultrapassou em muito o crescimento da renda interna dos países.”

O excesso de liquidez gerado pela comercialização desses ativos aumentou a demanda por produtos, inclusive aqueles oriundos do setor imobiliário, principalmente no mercado norte-americano. Esse contínuo aumento da demanda, sem o correspondente aumento da oferta (pelo menos não na mesma intensidade), disparou os preços dos produtos demandados, principalmente no setor imobiliário.

O *boom* imobiliário foi sentido em diversos países além dos EUA, dentre os quais, cabe citar: Inglaterra, Irlanda, Espanha, Austrália e Índia. O gráfico abaixo mostra a evolução do índice de preços dos imóveis nos Estados Unidos no período de 1997 a 2008. O índice Case–Shiller é composto pelos preços das moradias voltadas para famílias nas nove regiões abrangidas pelo Censo dos EUA:

**Gráfico 1 – Evolução do índice de preços dos imóveis nos Estados Unidos de 1997 a 2008**



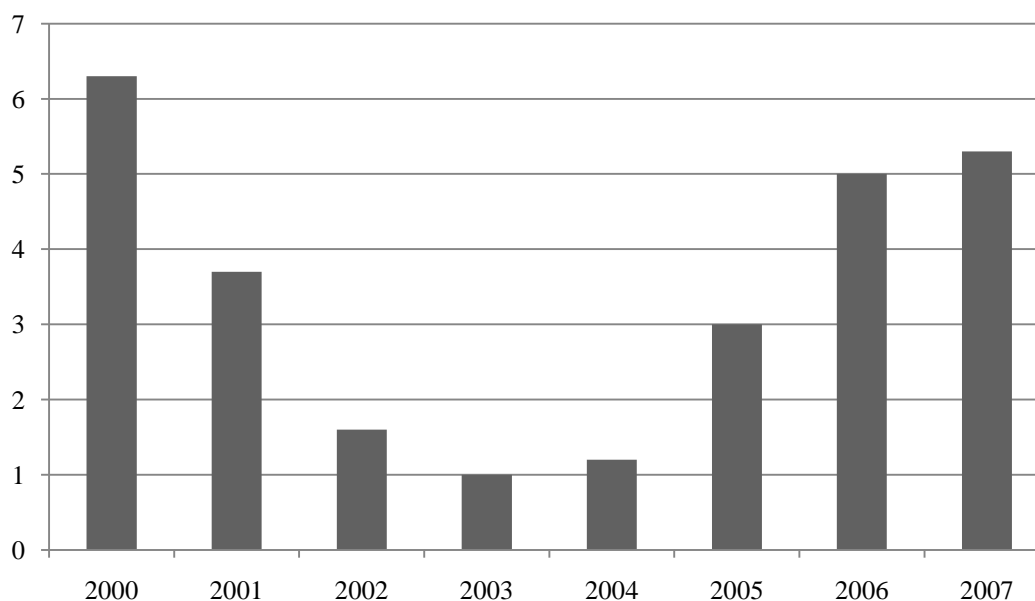
Fonte: Standard & Poors/Case-Shiller Home Price Índices.

Como se constatou, parcela significativa da grande quantidade de liquidez gerada fluiu para o mercado de títulos de alto rendimento, “lastreados em empréstimos hipotecários *subprime*” (GREENSPAN, 2008b, p. 5). Esse mecanismo financeiro, o mais importante nos EUA, movimentou, “entre 2001 e 2006, uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações”, atingindo o pico de quase US\$ 4 trilhões em 2003 (TORRES, E. & BORÇA JR., G, 2008).

Dois fenômenos podem ser apontados como responsáveis pelo agravamento da bolha imobiliária surgida no mercado hipotecário norte-americano antes da irrupção da crise: a) a ampliação da escala desse mercado e b) o crescimento vigoroso do processo de securitização desses créditos.

A ampliação da escala desse mercado nos EUA também foi incentivada pela sistemática redução da taxa de juro básica a partir de 2001 visando debelar o fantasma recessivo suscitado na esteira dos ataques de 11 de Setembro<sup>5</sup>, conforme apresenta-se no gráfico 2:

**Gráfico 2 – Juros norte-americanos (% - média anual)**



Fonte: Federal Reserve (apud FERREIRA, T. & PENIN, G, 2007)

Nesse contexto, foram incluídos no mercado hipotecário “agentes econômicos que, pelas normas de concessão de crédito nas instituições privadas e públicas, não tinham condições de arcar com as parcelas de seus respectivos financiamentos” (TORRES, E. & BORÇA JR., G, 2008). Torres e Borça (2008) prosseguem, afirmando que esses novos devedores não tinham:

“[...] renda, trabalho ou patrimônio compatível com suas hipotecas. Muitos não tinham sequer condições de apresentar a documentação mínima necessária para a abertura do crédito imobiliário, seja por serem residentes ilegais ou por terem ficado inadimplentes nos dois anos anteriores.”

<sup>5</sup> A taxa de juro básica de um país representa o custo financeiro do dinheiro. Nesse sentido, quanto menor for a taxa, mais baixo será o custo da moeda. Isto facilita a contratação de empréstimos junto a rede bancária, por exemplo, estimulando a liquidez (disponibilidade de moeda no mercado) e, por conseguinte, os índices de consumo.

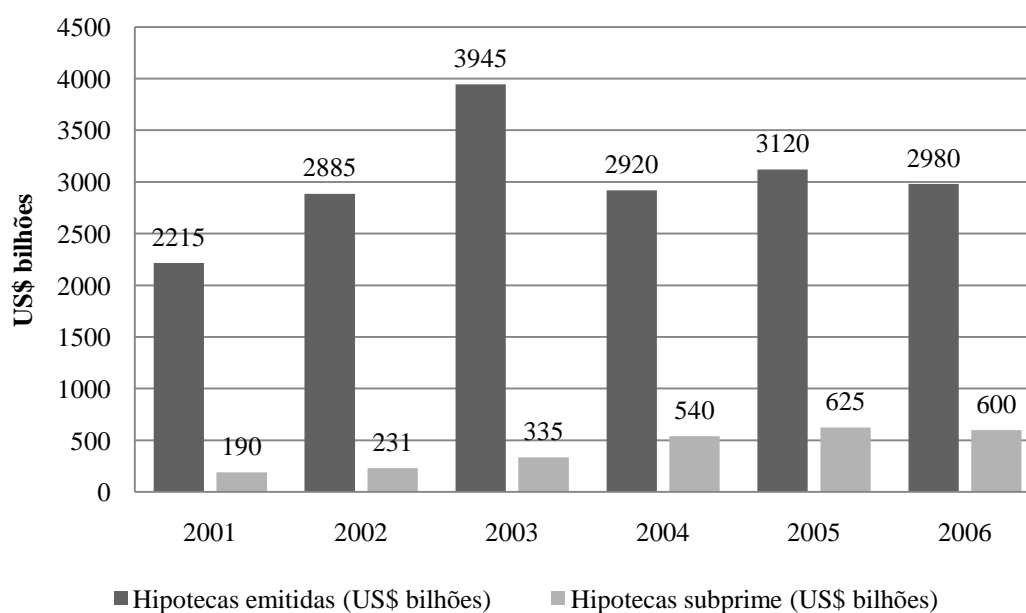
A pouca credibilidade desses consumidores era amortecida, no sistema financeiro, pela liquidez do mercado de crédito que, diante da inadimplência de uns e outros, facilitou a sistemática “troca de dívidas” através da contratação de novos empréstimos com vistas a financiar dívidas anteriores, em uma espiral sucessiva que contribuiu para o aumento da bolha. Isto gerou uma falsa sensação de que os riscos poderiam ser efetivamente baixos.

Nesse sentido Greenspan (2008b, p. 14) continua:

“Na época, os riscos pareciam mínimos, pois, durante os anos de surto de preços, os níveis de inadimplência e de execuções de hipotecas, mesmo no caso de financiamentos *subprime*, haviam sido enganosamente baixos. (Isso se devia em parte à pronta disponibilidade de novos empréstimos e refinanciamentos hipotecários, com base no valor patrimonial atualizado do imóvel menos o saldo devedor corrente.)”

Ao crescimento da escala do mercado imobiliário seguiu-se seu mais longo período de valorização em cinco décadas, cujo início foi o ano de 1997 e o apogeu, o ano de 2006, quando 20,1% dos títulos hipotecários emitidos poderiam ser considerados *subprime*, totalizando a cifra de US\$ 600 bilhões, conforme se depreende da leitura do gráfico 3 abaixo.

**Gráfico 3 – Emissão total de novas hipotecas e participação das Hipotecas *Subprime* (2001-2006)**

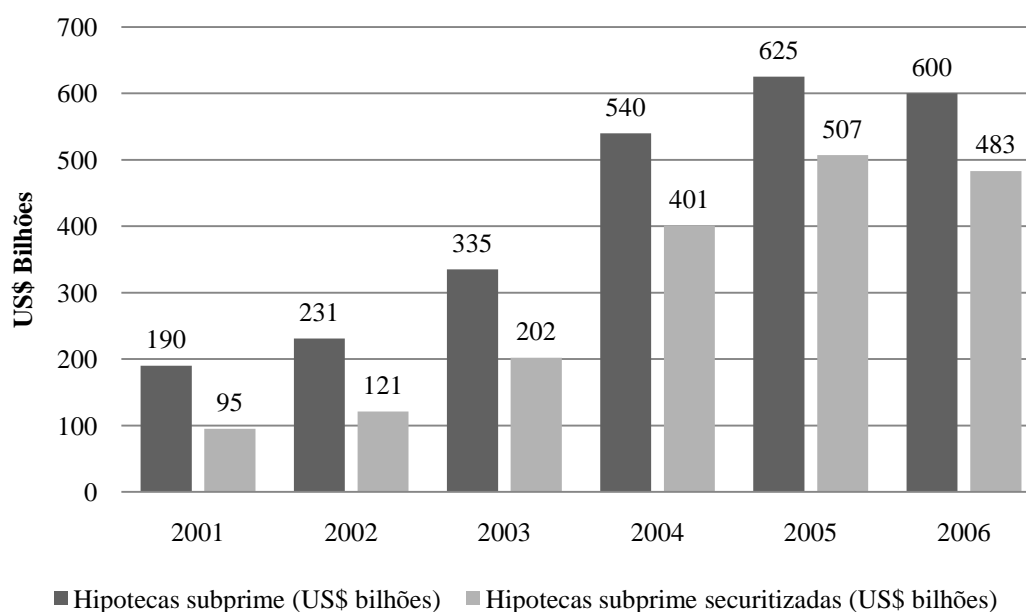


Fonte: TORRES, E. & BORÇA JR., G, 2008, p. 137

A securitização das hipotecas *subprime* foi a inovação<sup>6</sup> responsável pela unificação de diversos títulos em apenas um instrumento negociável. Em outras palavras, a securitização das hipotecas é o ato pelo qual “uma dívida é convertida em título e é vendida para investidores”. A partir daí, esses títulos podem ser livremente comercializados no mercado e ganham dinâmica singular com a possibilidade, inclusive, de especulação com preços e a realização de operações de alavancagem<sup>7</sup> de capitais.

O gráfico abaixo apresenta a evolução do número de securitização das hipotecas que, em 2005, alcançou o pico de 81,2%, com leve queda em 2006 para pouco mais de 80%.

**Gráfico 4 – Evolução das Hipotecas *Subprime* Securitizadas**



Fonte: TORRES, E. & BORÇA JR., G, 2008, p. 137

<sup>6</sup> Outros produtos financeiros exóticos surgidos em decorrência da amplificação e sofisticação dos mercados financeiros são: as *Collateralized Debt Obligations*; as *Structured Investment Vehicles*; os *Asset-Backed Commercial Papers*; e os *CDOs squared*.

<sup>7</sup> A alavancagem consiste no uso de recursos de terceiros para a realização de outros negócios financeiros. Exemplo: o indivíduo (ou pessoa jurídica) que contrata empréstimo junto à rede bancária (ou junto ao público) e, com o dinheiro, aplica em ações na bolsa de valores. Dessa forma, esse indivíduo tem o que se convencionou chamar de investimento alavancado que, para ser atraente, deve gerar receita necessária para o pagamento da dívida, amortização dos juros e a renda em si, que seria o rendimento com a operação.

Tal medida representou a disseminação dos riscos que tal operação fornecia em escala sistêmica. Ou seja, os riscos foram diluídos em toda a rede bancária dos EUA e, em igual medida, repassados ao sistema financeiro internacional com a venda de títulos ao exterior como aqueles adquiridos pelo banco francês BNP Paribas. Diversas outras instituições compraram esses títulos podres, como, por exemplo, fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds*, etc. Segundo Greenspan (2008b, p. 17), “foi a incapacidade de atribuir preços adequados a esses ativos arriscados que prepararam o palco para a crise”. Neste mesmo sentido, Martin Wolf (2009, p. 198) assevera:

“A expansão do crédito se associou ao que foi, em retrospectiva, empréstimos inseguros de modalidades particularmente inovadoras, envolvendo estratégias como securitização e veículos especiais de investimentos. Em consequência, os desdobramentos do excesso de crédito tendem a ser sobremodo dolorosos, uma vez que se tornou difícil identificar os pontos de insolvência, situação que impregna de desconfiança o sistema financeiro.”

Pedro Malan (2009), ex-ministro da Fazenda durante os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso, endossa tal concepção nos seguintes termos:

“A crise atual é uma crise global – a primeira e a mais grave dos últimos 80 anos -, mas sua origem e seu epicentro encontram-se em problemas domésticos; empréstimos internos de alto risco em países centrais, securitizados e distribuídos internacionalmente através de instituições financeiras globais.”

A *Fannie Mae* e a *Fred Mac*, duas gigantes do ramo de crédito imobiliário, participaram ativamente do processo de securitização de créditos podres. Através da securitização, essas instituições financeiras transferiam aos investidores os riscos inerentes à operação. Além disso, conforme aponta Cláudio Gontijo (2008), essas operações reduzem os custos e contornam, “através da remoção das hipotecas de seus balanços, as imposições dos Acordos de Basiléia, com o conseqüente descongelamento do capital bancário, que se torna livre para outras operações.”

A venda desses papéis era facilitada pelo fato de que as agências de classificação lhes davam elevado grau de investimento, ou seja, AAA. Isto ocorria porque as instituições que comercializavam os títulos eram garantidas pelas gigantes

financeiras anteriormente citadas e por dinheiro público através da *Federal Housing Administration* (FHA).

## 2.2 A irrupção da crise

Na medida em que as taxas de juros norte-americanas passaram a ser gradativamente elevadas, tornou-se impossível manter esse ciclo de expansão no setor imobiliário, o qual era sustentado pela facilidade de contração de empréstimos, proporcionando liquidez no mercado e constante ascendência nos preços dos imóveis e, por conseguinte, nos preços dos títulos neles lastreados.

Esse ciclo expansivo foi responsável pela formação da bolha no mercado imobiliário, que, segundo Cláudio Gontijo (2008) forneceu as bases para retornos e rendimentos volumosos. No dizer do autor:

“Os elevados retornos das operações de securitização de hipotecas suprime e Alt-A, conjugadas à resultante abundância de crédito e à forte elevação dos preços dos imóveis, a favorecer a aquisição de residências por famílias sem condições financeiras, resultaram no boom do mercado hipotecário norte-americano, que se transformou em verdadeira “mania”, para se adotar a terminologia de Kindleberger (1989).”

Assim, toda essa situação estaria pronta a ruir com qualquer intervenção que restringisse o consumo, conforme aconteceu. Nesse sentido, a taxa de juro básica dos EUA, que em maio de 2004 era de 1% a.a., passou para 5,25% a.a. já em junho de 2006 (gráfico 2 acima). Tal fenômeno representou, na prática, o encarecimento da moeda e, por conseguinte, a diminuição da liquidez. Com menos dinheiro disponível, as pessoas, famílias, investidores e empresas, passaram a consumir menos. Com a diminuição do consumo, os preços cederam, fato esse constatado também no mercado imobiliário.

A alta das taxas de juros contribuiu para a desaceleração do mercado imobiliário americano. Segundo Torres e Borça (2008), “depois de alcançar vendas de mais de 8,5 milhões de imóveis residenciais no quarto trimestre de 2005, o mercado iniciou uma trajetória de queda”. Os autores afirmam que no terceiro trimestre de 2008, um ano após o início da crise, as vendas no setor haviam



apresentado uma queda global de 36,5% no período, sendo que no caso dos imóveis novos, a queda atingiu aproximadamente 61,5%.

A queda na demanda refletiu na diminuição dos valores dos imóveis já no ano de 2007. Tal fato representou a depreciação dos títulos hipotecários *subprime* o que dificultou as negociações destes papéis, “elevando as taxas de inadimplências e execuções de hipotecas” (TORRES & BORÇA, 2008, p. 144). Cláudio Gontijo (2008, p. 24) aponta a dinâmica econômico-financeira ocorrida a partir da baixa dos preços no setor:

“Mas, uma vez tendo os preços iniciado o movimento baixista, todo o mercado *subprime* veio abaixo, pois, [...] muitos mutuários dependiam da valorização de seus imóveis para transitar para hipotecas *prime*, com taxas de juros mais baixas. Obrigados a se manter em contratos com elevadas taxas de juros, muitos tomadores de recursos tornaram-se incapazes de refinarciar seus imóveis, e começaram a atrasar seus pagamentos.”

Cláudio Gontijo, efetuando um breve balanço do mercado de imóveis nos EUA no início de 2008, aponta que em janeiro deste ano 4 milhões de residências não emplacavam compradores, sendo que 2,9 milhões estavam simplesmente desocupadas, conforme os processos de execução hipotecária aconteciam. Segundo ele, “esse excesso de oferta de imóveis pressionou os preços para baixo, aumentando – ainda mais – a inadimplência entre os mutuários” (2008, p. 24).

Em agosto de 2007 foi detectada uma alta taxa de *default* (calotes) no segmento de títulos *subprime*. A percepção deste ponto de inflexão gerou uma repentina onda de incerteza no clima financeiro. Grandes investidores como os bancos, por exemplo, acostumados com o repasse desses títulos com vistas a liberar fundos para outras obrigações se depararam com a paralisação dos serviços de intermediação financeira retendo, como consequência, quantias volumosas de títulos podres.

Para Greenspan (2008b, p 19), a “crise subsequente foi diferente de qualquer coisa que já havia visto até então, pois paralisou ao mesmo tempo muitas áreas dos setores bancário e de títulos imobiliários”. Esse efeito, continua o autor, foi agravado, pois, “as economias de mercado dependem intensamente da intermediação

financeira como meio de transferir as poupanças da sociedade para os investimentos produtivos” (Idem).

A paralisação das intermediações financeiras pode ser apontada como uma das causas do rápido contágio da crise junto à economia real, sendo que o setor imobiliário seria a primeira vítima, seguido de outros conforme o efeito dominó da crise de confiança e de crédito espalhou-se mundo afora. Além disso, a evaporação do crédito internacional, deflagrada com a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, também contribuiu para o processo de iliquidez do sistema financeiro internacional.

Apenas alguns dias depois, a gigante do ramo de seguros AIG foi assumida pelo governo americano. Nesta mesma esteira, foram tutelados por Washington as duas grandes do crédito hipotecário, Fannie Mae e Freddie Mac<sup>8</sup>. Também o Merrill Lynch, ícone de Wall Street, foi absorvido pelo Bank of America com o auxílio do governo. Nesse sentido, os bancos de investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley, últimos da categoria, renunciaram esse *status* e tornaram-se simples *holdings* bancárias, com vistas à facilidade ao acesso de financiamento público. Também o Bear Stearns, que enfrentou uma grande corrida bancária levando a instituição à beira da inadimplência em suas dívidas de curto prazo, em pouco tempo teria seu controle repassado ao JPMorgan com o auxílio do Fed, através de um empréstimo de US\$ 29 bilhões. Além disso, igualmente com a ajuda governamental, o JPMorgan comprou o falido Washington Mutual, maior banco de depósitos a falir na história dos Estados Unidos. No dia 3 de outubro, o banco Wachovia anunciou a venda de seus ativos para o Wells Fargo. Em 23 de novembro, o Citigroup anuncia corte de 50 mil postos de trabalho, além das 23 mil supressões anteriormente decididas.

A mobilidade adquirida pelos títulos lastreados em dívidas oriundas do mercado imobiliário norte-americano permitiu que investidores do mundo inteiro aplicassem grandes recursos nesse setor.

Na Europa, além do já citado congelamento dos fundos de investimento do banco francês BNP Paribas, cumpre relembrar a situação do britânico Northern Rock, obrigado a recorrer ao Banco Central da Inglaterra para a obtenção de financiamento

---

<sup>8</sup> Com a operação, o governo dos Estados Unidos garantiu a dívida que as duas instituições possuíam da ordem de US\$ 200 bilhões.

de emergência e, posteriormente, na falta de compradores, por este último nacionalizado. Ainda na Inglaterra, o banco Lloyd TSB compra o seu concorrente HBOS, ameaçado de falência. Por sua vez, o banco Bradford and Bingley é incorporado aos ativos do governo inglês. Em 26 de setembro, as ações do banco belgo-holandês Fortis caem em virtude das dúvidas quanto à sua solidez. Esse banco é posteriormente resgatado pelos governos da Bélgica, Luxemburgo e Holanda. Em 30 de setembro, o banco Dexia é nacionalizado pelos governos da França e Bélgica.

A tabela a seguir apresenta as perdas dos grandes bancos com a crise dos *subprime*.

**Tabela I - Perdas anunciadas com a Crise do *Subprime* (Em US\$ Bilhões)**

|                        | <b>Baixas Contábeis</b> | <b>Aportes de Capital</b> |
|------------------------|-------------------------|---------------------------|
| Wachovia Corporation   | 96,7                    | 11,0                      |
| Citigroup              | 68,1                    | 74,0                      |
| Merrill Lynch          | 58,1                    | 29,9                      |
| Washington Mutual      | 45,6                    | 12,1                      |
| UBS                    | 44,2                    | 32,2                      |
| HSBC                   | 27,4                    | 5,1                       |
| Bank of America        | 27,4                    | 55,7                      |
| JPMorgan Chase         | 20,5                    | 44,7                      |
| Wells Fargo & Company  | 17,7                    | 30,8                      |
| Morgan Stanley         | 15,7                    | 24,6                      |
| Lehman Brothers        | 13,8                    | 13,0                      |
| IKB Deutsche           | 13,8                    | 11,3                      |
| Royal Bank of Scotland | 13,6                    | 57,0                      |
| Deutsche Bank          | 9,7                     | 5,9                       |
| Credit Suisse          | 10,0                    | 3,0                       |
| Outros                 | 275,3                   | 236,0                     |
| <b>Total</b>           | <b>660,9</b>            | <b>635,3</b>              |

*Fonte:* Bloomberg.

Essa onda de fusões, aquisições e falências no setor financeiro dos Estados Unidos e de muitos países da Europa, sem descartar outros ocorridos, teve como

principal causa a disparidade entre os balanços contábeis das instituições afetadas e o real valor de mercado dos títulos que comercializavam. Greenspan (2008b, p. 30) é muito claro neste aspecto quando sintetiza essa concepção da seguinte maneira:

“[...] Os preços dos imóveis determinam o patrimônio líquido em imóveis, ou seja, o valor de mercado menos o saldo devedor do financiamento do imóvel, o qual, por sua vez, é a garantia definitiva de todos os títulos hipotecários. Com a queda nos preços dos imóveis, o patrimônio líquido imobiliário cai, debilitando o balanço patrimonial de qualquer instituição detentora desses ativos.”

Assim, a origem da crise de liquidez, ou seja, a disponibilidade de dinheiro para intermediações financeiras, se deu pelo fato de que bancos e outras instituições passaram a reter estoques de capital com vistas a cobrir os rombos financeiros que apresentavam sucessivamente. Além disso, a incerteza gerada levou a uma corrida dos investidores para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários, agravando o aperto no crédito.

É principalmente contra esse fenômeno que os bancos centrais de diversos países do mundo passariam a agir. Ou seja, através da injeção maciça de capitais objetivando “destravar” o sistema financeiro e retomar a liquidez nos mercados.

### 2.3 Reflexos da crise nas economias nacionais

A grande preocupação dos governos em torno da falta de liquidez do sistema financeiro internacional era o contágio que tal situação poderia trazer às economias reais. Em outras palavras, levando em conta que a principal finalidade do sistema financeiro é a alocação e remanejamento de capitais dos setores poupadores para os setores investidores, a paralisação desta dinâmica poderia acarretar na retração do consumo e, por conseguinte, da atividade produtiva de setores até então completamente desprendidos de tais atividades do jogo financeiro, o que fatalmente desencadearia um processo recessivo das economias afetadas.

Ademais, a situação de interdependência da economia global aprofundou os temores de governos e analistas de que a crise, deflagrada essencialmente no bojo de países desenvolvidos, poderia alastrar-se em escala sistêmica, atingindo países cujos

sistemas financeiros e economias até então se encontravam completamente alheios aos problemas enfrentados.

Não obstante a injeção volumosa de capitais para combater os efeitos da crise através da compra pelos Bancos Centrais dos títulos podres, cujo total, até meados de 2009 chegou à monta de cerca de 7 trilhões de dólares, sendo que mais de 30% desse valor fora aportado apenas pelos EUA, as economias dos países mais desenvolvidos foram seriamente afetadas.

A tabela II mostra os valores dos pacotes de ajuda contra a crise apresentados por países que por ela foram duramente atingidos.

**Tabela II – Pacotes de ajuda contra a crise (US\$ Bilhões)**

| <b>País</b>    | <b>Valor</b> |
|----------------|--------------|
| Alemanha       | 582          |
| Áustria        | 145,5        |
| China          | 585          |
| Coréia do Sul  | 155          |
| Espanha        | 145,5        |
| Estados Unidos | 2,6 trilhões |
| França         | 524          |
| Holanda        | 291          |
| Itália         | 58,2         |
| Japão          | 676          |
| Portugal       | 29,1         |
| Reino Unido    | 830          |
| Suécia         | 213          |
| Total          | 6,9 trilhões |

*Fonte:* Folha Online. *Tabela:* Elaboração própria.

No entanto, a magnitude da crise somente seria sentida na manhã do dia 15 de setembro de 2008, quando ocorreu a quebra do Lehman Brothers, quarto maior banco dos Estados Unidos. A instituição de mais de 150 anos de existência representou o apogeu do caos financeiro vivido pelo mundo naquele “setembro negro”. Daí em diante, os temores de que as economias desenvolvidas poderiam

entrar em recessão passaram a ser mais do que simples conjecturas e previsões pessimistas.

O aperto de crédito restringiu o consumo e afetou as economias de grande parte dos países do globo. No plano internacional, os efeitos mais sentidos foram: *a)* a escassez de crédito; *b)* a queda no preço das *commodities*; e *c)* a maxidesvalorização das moedas frente ao dólar.

Nos EUA, antes mesmo do término do ano de 2008, as vendas da montadora Chrysler caíram 25%, além do corte de 25% da mão-de-obra. Ainda nos EUA, só no mês de setembro, registrou-se queda no preço médio da habitação em 9%, refletindo no aumento de 5,5% da oferta de casas usadas. Ademais, nesse mesmo mês e país, registrou-se queda de 0,3% em relação a agosto nos gastos com consumo pessoal. Em dezembro, as encomendas à indústria dos EUA recuaram 3,9%. Neste mesmo país, do início da recessão até janeiro de 2009, foram cortadas 3,6 milhões de vagas de emprego, sendo que o nível de demissões neste período atingiu o maior patamar desde o ano de 2003. Por sua vez, a emissão de benefícios de auxílio-desemprego bateu o recorde histórico desde o início do levantamento, em 1967. As vendas no varejo caíram 1,8% já no mês de novembro de 2008, na quinta desaceleração seguida em virtude da demanda fraca por automóveis e pela queda nos preços da gasolina. Neste mesmo mês, a produção industrial cedeu 0,6%. Em dezembro, o mesmo índice recuou 2%, em janeiro 1,8% e em fevereiro 1,4%. O Produto Interno Bruto norte-americano teve contração de 6,3%, a maior dos últimos 26 anos, sendo que no primeiro trimestre de 2009 este índice apresentou queda de 5,7%. Por fim, a taxa de desemprego, em fevereiro de 2009, atingiu a marca de mais de 8%, nível mais elevado desde dezembro de 1983.

O PIB britânico retraiu 2,4% no primeiro trimestre de 2009, registrando o pior resultado em 30 anos. O número de pedidos de auxílio-desemprego subiu para 36.500 no mês de outubro de 2008, a maior alta desde 1992. Neste mesmo mês, as vendas no varejo apresentaram contração de 2,2%. No setor imobiliário, o preço médio caiu 15,9%, a maior queda desde 1991. No Reino Unido, a produção de manufaturas caiu 1,4% em outubro. A produção industrial apresentou a maior queda anual da história, sendo que apenas em março de 2009, a contração foi de 0,6% ante o mês anterior. A Organização Internacional do Trabalho revelou que o contingente

de desempregados no Reino Unido subiu para 2,2 milhões de pessoas no primeiro trimestre de 2009, o maior nível desde 1996.

Na França, o setor automobilístico apresentou perdas. A montadora Peugeot-Citroën reduziu a produção em 30%, enquanto que a Renault cortou a atividade em 20%. O índice de preços ao produtor teve a maior queda mensal já registrada, cerca de 2%. Em 2008, o número de desempregado saltou 0,4%. O país registrou recessão entre janeiro e março de 2009, com uma queda de 1,2% do PIB. Ainda no começo de 2009, a produção industrial francesa apresentou queda de 3,1%, sendo que em dezembro de 2008 o setor já havia registrado variação negativa de 1,5%. A deterioração da balança comercial durante o ano de 2008 refletiu no aumento do déficit em conta corrente do país. Por fim, a taxa de desemprego subiu 8,2% ainda no quarto trimestre do ano de 2008.

A economia alemã teve recuo histórico de 3,8% no primeiro trimestre de 2009, o pior desempenho registrado nos últimos 30 anos. A taxa de desemprego apresentou variação negativa de 7,2 em agosto. A produção industrial registrou a maior queda desde a reunificação do país, em 1990. O índice teve queda de 7,5%, puxado principalmente pelos prejuízos nos setores de manufaturas e de construção. As vendas no varejo caíram no mês de outubro de 2008 para 1,6%. Por sua vez, a exportação do país caiu assombrosos 10,6% em novembro de 2008. Ademais, o número de solicitações de auxílio-desemprego subiu, em janeiro de 2009, para quase 400 mil.

A Espanha registrou o índice de quase 14% de desemprego em finais de 2008. O número de desempregados ultrapassou, em dezembro de 2008, a marca de 3 milhões de pessoas. Na comparação anual, a economia espanhola teve contração de 3%, pior cenário desde 1970. Em fevereiro de 2009, a produção industrial despencou 22%, acumulando os desempenhos negativos dos meses de janeiro de 2009 e dezembro de 2008, com respectivas quedas de 20% e 15%.

Em abril, a taxa de desemprego na zona do euro atingiu o maior nível desde 1999, 9,2%. O PIB da região encolheu 0,4% no quarto trimestre de 2008, continuando a série de quedas passadas. Na comparação anual, em 2009 o PIB europeu caiu 4,8%. A União Européia entrou em recessão pela primeira vez desde sua formação, em 1999.

Na Ásia, em meados do ano de 2008, China e Japão tiveram suas taxas de desemprego elevadas em 4,2% e 5,2%, respectivamente. A economia chinesa apresentou desaceleração durante o ano de 2008 e cresceu menos do que a média em 2009. As encomendas de minério de ferro e níquel sofreram cortes, bem como outros itens do setor de *commodities*, implicando em riscos imediatos aos grandes produtores e exportadores destes itens, como o Brasil. O PIB japonês caiu 4% no primeiro trimestre de 2009. Anualizada, a contração da economia do Japão chegou aos surpreendentes 15,2%. Ainda na Ásia, a Rússia apresentou uma das maiores contrações no PIB no segundo trimestre de 2009, -10,9%.

A tabela a seguir apresenta alguns dados do G-20 relativos à crise, como, por exemplo, a retração ou crescimento porcentual do PIB, a taxa de juros, a porcentagem do PIB despendida no combate à turbulência e a taxa de desemprego no período de 2008-2009.

**Tabela III – O G-20 e a crise**

| <b>País</b>    | <b>PIB (%)*</b> | <b>Juros**</b> | <b>Gasto contra Crise***</b> | <b>Desemprego</b> |
|----------------|-----------------|----------------|------------------------------|-------------------|
| África do Sul  | -3% (18°)       | -0,3% (14°)    | 1,2% (13°)                   | 23,6% (Abr/09)    |
| Alemanha       | 0,3% (10°)      | 1,7% (7°)      | 2,8% (6°)                    | 8,3% (jun/09)     |
| Arábia Saudita | n/d             | n/d            | 11,3% (2°)                   | 15% (jun/09)      |
| Argentina      | -0,4% (13°)     | 0,4% (10°)     | 3,9% (5°)                    | 7,3% (jun/09)     |
| Austrália      | 0,6% (8°)       | 5,4% (3°)      | 2,5% (8°)                    | 5,8% (jul/09)     |
| Brasil         | 1,9% (6°)       | 5,8% (2°)      | 0,2% (18°)                   | 8,1% (jul/09)     |
| Canadá         | -0,9% (16°)     | 2,7% (5°)      | 2% (10°)                     | 8,6% (jun/09)     |
| China          | 7,9% (1°)       | -0,8% (15°)    | 13% (1°)                     | 9% (jan/09)       |
| Coréia do Sul  | 2,6% (4°)       | 0,3% (11°)     | 2,7% (7°)                    | 3,9% (jun/09)     |
| Estados Unidos | -0,3% (12°)     | 0,2% (12°)     | 5,6% (3°)                    | 9,7% (ago/09)     |
| França         | 0,3% (9°)       | 1,1% (8°)      | 1,1% (14°)                   | 9,4% (jul/09)     |
| Índia          | 6% (2°)         | -0,8% (16°)    | 0,3% (17°)                   | 7,2% (2009)       |
| Indonésia      | 2,3% (5°)       | n/d            | 1,2% (12°)                   | 8,25% (jul/09)    |
| Itália         | -0,5% (14°)     | 0,9% (9°)      | 0,3% (16°)                   | 7,4% (jul/09)     |
| Japão          | 0,6% (7°)       | -0,2% (13°)    | 2,3% (9°)                    | 5,2% (mai/09)     |
| México         | -1,1% (17°)     | 2,8% (4°)      | 4,7% (4°)                    | 5,2% (jul/09)     |



**Tabela III – O G-20 e a crise (Final)**

|                |              |             |            |                |
|----------------|--------------|-------------|------------|----------------|
| Reino Unido    | -0,7% (15°)  | 2,6% (6°)   | 1,3% (11°) | 7,9% (jul/09)  |
| Rússia         | -10,9% (19°) | -3,5% (17°) | 1,1% (15°) | 9,9% (mai/09)  |
| Turquia        | 2,7% (3°)    | 6,4% (1°)   | n/d        | 14,9% (mai/09) |
| União Européia | 0,2% (11°)   | n/d         | n/d        | 8,9% (mai/09)  |

\*2º trimestre de 2009.

\*\* ao ano

\*\*\* em % do PIB

*Fontes:* Dados divulgados pelos governos de cada País; UPTrend Consultoria e Organização Internacional do Trabalho, respectivamente. *Tabela:* Elaboração própria.

As ajudas dos governos e dos bancos centrais pelo mundo todo seguiram, basicamente, cartilhas semelhantes. Reduções drásticas das taxas de juros, objetivando facilitar o acesso ao crédito; injeção massiva de liquidez nos sistemas financeiros; sustentação financeira a grupos econômicos e instituições bancárias em caso de emitente quebra, ocorrendo, em alguns casos, a nacionalização de empresas privadas; compra de dívidas relacionadas a hipotecas e ativos podres no mercado; e pacotes de estímulo econômico, direcionados, principalmente, ao consumo.

A tabela a seguir relaciona algumas das medidas adotadas que tiveram maior impacto no combate aos efeitos da crise financeira internacional.

**Tabela IV – Reações de governos e bancos centrais à crise financeira**

| <b>País</b> | <b>Governo</b>   | <b>Banco Central</b>   |
|-------------|--|--|
| Alemanha    | € 500 bilhões para instituições financeiras. Total de estímulo à economia € 81 bilhões.  | n/d  |
| Argentina   | Reformulação de regras tributárias. Estímulos fiscais e pacote de estímulo para montadoras da ordem de US\$ 911 milhões.   | Limitou saída de capitais. Compra de ativos, com condições. Liberou compulsórios.  |
| China       | Criação de Fundo de US\$ 146 bilhões. Pacote de US\$ 10 bilhões para infraestrutura e US\$ 15 bilhões de ajuda econômica.  | Seguidos cortes na taxa de juros para pouco mais de 5%. Estímulo ao crédito.   |
| EUA         | Pacote de US\$ 700 bilhões para compra de títulos podres. Programa de Alívio para Ativos Problemáticos: US\$ 17,4 bilhões para montadoras. Pacote de estímulo econômico de US\$ 787 bilhões. | Redução da taxa de juros entre 0,25% e 0%. US\$ 600 bilhões para compra de dívidas hipotecárias e US\$ 200 bilhões de créditos ao consumo. |

**Tabela IV – Reações de governos e bancos centrais à crise financeira (Final)**

|             |   |   |
|-------------|---|---|
| França      | € 320 bilhões para garantir empréstimos. € 40 bilhões para impedir quebra de bancos. Descontos fiscais e criação de fundo soberano para injetar capital. Total: € 175 bilhões. Auxílio a pequenas empresas de € 20 bilhões. Pacote econômico de € 26 bilhões. | n/d   |
| Índia       | Estímulo ao investimento estrangeiro para o limite de US\$ 6 bilhões.   | Corte da taxa básica de juros (seis vezes) para 4,75%. Taxa de recompensa reversa reduzida para 3,5%. Libera 250 bilhões de rúpias. |
| Japão       | Pacote econômico de US\$ 304 bilhões.   | Pacote de US\$ 32 bilhões. Redução da taxa de juros para 0,1%. Compra de até US\$ 11 bilhões em ações controladas por bancos.       |
| Reino Unido | Nacionalização parcial do sistema financeiro (cerca de € 110 bilhões). Criação de um painel de monitoramento de empréstimos bancários. Pacote econômico de US\$ 30 bilhões. Refinanciamento de dívidas para pequenas e médias empresas.                       | Injeta cerca de € 260 bilhões com o objetivo de fornecer liquidez.  |

*Fonte:* Estadao.com.br. *Tabela:* Elaboração própria.

Além destes citados, inúmeros outros países sofreram com os efeitos da crise, tanto na dimensão financeira, quanto em suas economias reais. Um dos mais notáveis efeitos da crise foi a queda generalizada e profunda das bolsas de valores ao redor do mundo, os enormes gastos públicos despendidos para o seu combate, a elevação generalizada das taxas de desemprego e o corte, brusco em alguns casos, das taxas de juros anuais.

O próximo capítulo analisará detidamente os reflexos da crise no Brasil, adotando o enfoque a partir das políticas públicas macroeconômicas levadas adiante.

### 3 REFLEXOS DA CRISE NA POLÍTICA MACROECONÔMICA DO BRASIL

A despeito das retóricas políticas amplamente difundidas no período em que a crise fez sentir seus efeitos com ênfase no Brasil, através da análise empírica é possível auferir ao menos duas hipóteses: *a*) o Brasil não esteve (está) imune aos ventos da crise internacional; e *b*) os efeitos da crise foram mais profundamente sentidos do que o senso comum apresenta.

A primeira premissa pode ser constatada por meio de uma breve leitura da história da macroeconomia<sup>9</sup> nacional no período recente. Políticas no sentido de aumentar a liquidez da economia, através da injeção de capital público, liberação de depósitos compulsórios e redução das taxas de juros, foram expedientes amplamente adotados pelo governo Lula. O incentivo ao consumo foi levado à cabo, essencialmente, através de políticas fiscais consubstanciadas na redução de impostos. Também houve relaxamento nas regras possibilitando a compra de bancos privados por bancos públicos, em outra tentativa acalmar o mercado. Enfim, é evidente que o Brasil não esteve imune à crise e, para não sofrer mais profundamente seus efeitos, o país levou adiante um leque de políticas públicas.

Com relação aos efeitos da crise, é preciso afirmar que os mesmos se deram (e ainda se dão) principalmente no embate ideológico. Apesar de seus impactos na economia real brasileira, que serão apresentados oportunamente, é possível que seja na dimensão política, entendida em seu sentido estrito, que o confronto de visões suscitado pela convulsão econômica tem se dado principalmente. Esse imbróglio pode ser constatado através da retomada dos discursos estatizantes no espectro político do Brasil, muitas vezes completamente contrários aos princípios do livre-mercado e que encontram ecos na maioria dos países latino-americanos.

Para a análise dos temas propostos neste capítulo, é necessário efetuar uma breve contextualização macroeconômica objetivando compreender como o Brasil enfrentou com relativo sucesso a crise e o porquê das medidas adotadas.

---

<sup>9</sup> A macroeconomia é a divisão da ciência econômica que tem por objetivo estudar o comportamento agregado da economia, através da observação dos seguintes conceitos: *a*) Balanço de Pagamentos; *b*) taxa de câmbio; *c*) inflação; *d*) moeda; *e*) poder de compra; *f*) política monetária; *g*) Produto Interno Bruto; e *h*) política fiscal.

### 3.1 Contexto macroeconômico brasileiro

A contextualização que aqui se pretende efetuar tem o ano de 1995 como ponto de partida e abrange os dois mandatos do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso e os dois mandatos do presidente Lula até o ano de 2006, que antecedeu a irrupção da crise financeira internacional.

Esta escolha justifica-se, pois, foi neste período que, com a implementação do Plano Real (junho de 1994 a junho de 1995), a consolidação das reformas macroeconômicas e a continuidade de tais políticas assegurada pelo governo atual, o Brasil alcançou a tão almejada estabilização econômica, colocando um fim a 30 anos de indexação<sup>10</sup> (1964-1994) e aos reincidentes descontroles das contas públicas.

Ademais, a continuidade dada pelo atual governo permitiu que o país desfrutasse, principalmente a partir de 2004, de razoável crescimento econômico, desencadeado basicamente pela persistente alta do preço das *commodities* no mercado internacional, itens substanciais na pauta de exportação brasileira, e pelo crescimento do mercado interno.

#### 3.1.1 O governo FHC (1995-2002)

O governo de Fernando Henrique Cardoso foi responsável pela consolidação da estabilização da economia brasileira, após sucessivos planos econômicos que se revelaram desastrosos. O período de estabilização pode ser subdividido em três momentos (GIAMBIAGI, 2005, p. 188-189):

a) 1991-1994: consubstanciado no binômio privatização/abertura que permitiu um “choque de competição” na economia, alterando o cenário anterior caracterizado por uma economia fechada e protegida o que forçou a modernização do setor privado, agora envolto em um ambiente de alta competitividade e novos paradigmas nas formas de negócio. Neste momento, no entanto, a economia brasileira teve alta inflação, da ordem de 5000% nos doze meses que antecederam a implementação do Plano Real;

---

<sup>10</sup> Indexação é um sistema de reajuste automático de preços, inclusive salários, em situações inflacionárias. Assim, na medida em que a inflação aumenta, os salários precisam ser reajustados para que não fiquem defasados. (WIKIPEDIA.org)

*b)* 1995-1998: já no primeiro governo FHC, a estabilização, associada ao sucesso do Plano Real, permitiu que num ambiente de inflação controlada a “soberania do consumidor” fosse reconquistada com a “novidade” proporcionada pela possibilidade de comparação de preços, estimulando e forçando ainda mais a competição econômica, intensificada com o ingresso de produtos importados no mercado internacional. No entanto, neste período dois desequilíbrios – externo e fiscal - econômicos tiveram de ser combatidos, tendo em vista que representavam entraves ao desenvolvimento do país; e

*c)* 1999-2002: representou o momento em que foram efetuadas, com sucesso, importantes reformas nas dimensões cambial, monetária e fiscal. O combate à inflação passou a ser exercido pelo Banco Central, através da taxa de juros. Se há desequilíbrio no Balanço de Pagamentos, o câmbio, agora flutuante, se ajusta equilibrando a conta corrente. O aumento da dívida pública passa a ser combatido com a geração de superávits primários<sup>11</sup>.

A importância da estabilização, posterior à igualmente importante abertura do mercado ao comércio internacional, está atrelada, fundamentalmente, à transição para a modernidade do país. Ademais, a consolidação econômica permitiu que o Brasil fosse percebido como um ator sério nas relações internacionais. Descrevendo sobre a relevância do fundamento aqui suscitado, o ex-presidente FHC (2008, p. VIII) afirma:

“O Brasil, sem dúvida, deu passos importantes no sentido de se tornar um país mais moderno. A estabilização foi um passo decisivo desse processo. Antes disso, já tinha deixado de ser um dos países mais fechados do mundo, com a abertura econômica de 1990. O começo de ordenamento das até então caóticas finanças públicas foi também um marco importante na tarefa de passar a ser um país mais respeitado no universo das nações.”

O governo FHC caracterizou-se pela preocupação com o combate à inflação e aquilo que ficou conhecido como “tripé” de políticas, mantidas, inclusive, pelo governo Lula: *a)* metas de inflação; *b)* câmbio flutuante; e *c)* austeridade (responsabilidade) fiscal. Cardoso (2008, IX) afirma que a adoção de tais políticas representou “uma verdadeira ‘quebra estrutural’ na atitude dos agentes econômicos

---

<sup>11</sup> Superávit primário é o resultado positivo das contas públicas, excluindo a rubrica juros (WIKIPEDIA.org).

em relação às suas decisões pessoais e empresariais”. O ex-presidente (idem) atribui à continuidade desse amadurecimento macroeconômico a construção de “um padrão de desenvolvimento que o coloca [o Brasil] entre as 10 economias mais fortes do mundo.” Nesse mesmo sentido, Giambiagi (2005, p. 189) conclui:

“Em conseqüência desse conjunto de mudanças, o país ficou com uma economia muito mais moderna e competitiva do que em 1990, com estabilidade – ainda que temporariamente ameaçada em 2002 [...] – e um conjunto de políticas macroeconômicas adequadas.”

Em paralelo, a inserção progressiva do Brasil no mercado internacional contribuiu para o amadurecimento e consolidação das estruturas econômicas do país. Isto permitiu que o país tirasse o maior proveito possível do processo de crescimento dos novos gigantes asiáticos – China e Índia – o que representou a “incorporação ao mercado mundial de – literalmente – centenas de milhões de pessoas ávidas por melhorar seu padrão de vida” (CARDOSO, 2008, IX).

No primeiro governo de FHC, a política econômica teve como objetivo principal a consolidação da estabilidade monetária. Tal processo foi levado adiante sem que as contas públicas ou as contas externas tivessem cuidado maior. A emergência de tal tema foi de tamanha relevância neste primeiro momento que o governo teve que deixar de lado, inclusive, a implementação de políticas sociais mais consistentes. Discorrendo sobre a urgência de tais projetos, Alcides Domingues Leite Júnior (2009, p. 14-15) afirma:

“Somente após o Plano Real, no final do governo Itamar Franco, em 1994, é que o grave problema da inflação começou a ser contido. No primeiro governo Fernando Henrique Cardoso, a emergência da consolidação da estabilidade monetária pautou a política econômica, em detrimento das contas públicas, das contas externas e das políticas sociais, apesar dos avanços alcançados referentes à abertura econômica e às privatizações.”

As intensas pressões inflacionárias, em virtude do superaquecimento econômico, e “uma deterioração rápida do balanço de pagamentos” (GIAMBIAGI, 2005, p. 168) foram os fenômenos econômicos que impediam que o país pudesse adotar políticas econômicas consistentes e de longo prazo. A necessidade de resolução destes entraves residia no simples fato da viabilidade econômica do Brasil.

No dizer de Leite Júnior (2009, p. 83), o controle da inflação assumiu “caráter estratégico”. Quanto a estes fatores, o governo de então adotou um conjunto de medidas, que incluíam basicamente dois elementos: *a*) a desvalorização de 6% da taxa de câmbio e a instituição de um regime de banda cambial; e *b*) um aumento da taxa de juros nominal de 3,3% em fevereiro de 1995 para 4,3% em março do mesmo ano.

Essa garantia governamental de que o câmbio estaria estabilizado em determinado patamar, tornou os investimentos na moeda estrangeira menos interessantes. Reconhecendo a possibilidade de rentabilidade elevada das aplicações em moeda local, os investidores retornaram ao país, possibilitando que o Brasil fechasse o ano de 1995 com reservas internacionais de US\$ 52 bilhões. Respondendo à elevação da taxa de juros, a inflação logo começou a ceder, apresentando queda nos quatro anos seguintes do governo Cardoso.

Como resultado do fim da corrosão inflacionária, os índices de consumo tiveram expressiva alta, principalmente em virtude do aumento do poder de compra da população. Tal fato gerou também aumento das importações, aprofundando o desequilíbrio da balança comercial no período, conforme apresenta o gráfico 5.

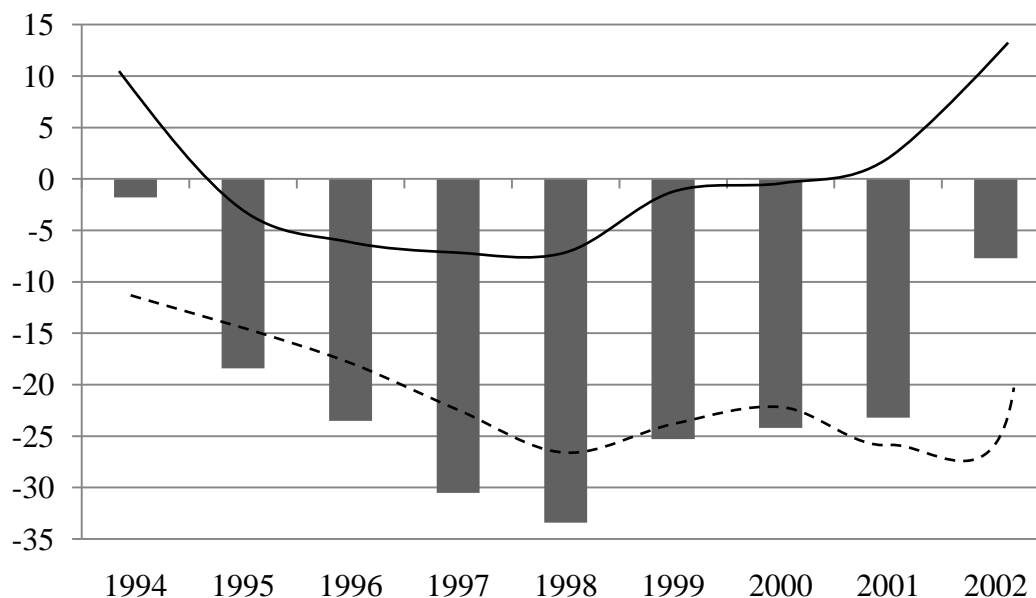
No entanto, essas medidas tiveram o seu preço. Nas palavras de Giambiagi (2005, p. 169):

“O Plano Real foi muito bem-sucedido no controle da inflação: contrariamente ao que tinha acontecido previamente, quando após alguns meses a inflação voltava mais forte, as taxas de variação anual dos preços caíam continuamente entre 1995 e 1998. O problema é que, paralelamente a esse êxito, a gestão macroeconômica deixava dois flancos expostos, que estavam se agravando a olho nu: um desequilíbrio externo crescente e uma séria crise fiscal.”

Com a estabilização monetária e a consolidação do Plano Real, a moeda nacional, apreciada em relação ao dólar, garantiu aos importadores poder de compra no mercado internacional e, por conseguinte, aos exportadores índices baixos de venda para o mercado externo. Nos três anos entre 1995-1997 as importações cresceram a uma taxa média de 21,8% a.a., sendo que no ano de 1995 esse crescimento foi de 51%. As exportações, por sua vez, tiveram um crescimento de

apenas 6,8% a.a. O gráfico abaixo facilita a visualização do balanço em conta corrente<sup>12</sup> no período de 1994 a 2002.

**Gráfico 5 – Balanço em Conta Corrente – 1994-2002 (US\$ bilhões)**



|          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ■ C.C*   | -1,8  | -18,4 | -23,5 | -30,5 | -33,4 | -25,3 | -24,2 | -23,2 | -7,7  |
| ■ B.C**  | 10,5  | -3,5  | -5,6  | -6,8  | -6,6  | -1,2  | -0,7  | 2,7   | 13,1  |
| ■ SRT*** | -12,3 | -14,9 | -17,9 | -23,7 | -26,8 | -24,1 | -23,5 | -25,9 | -20,8 |

\*Resultado Conta Corrente.

\*\* Balança Comercial.

\*\*\*Serviços, rendas e transferências unilaterais.

Fonte: Banco Central

A piora no balanço em conta corrente se deu também em virtude das diversas crises financeiras nos mercados emergentes que se seguiram na segunda metade da década de 1990: a crise do México, em 1995; a crise do sudeste asiático, em 1997; e a crise da Rússia, em 1998. Por causa da instabilidade financeira representada pelos países em desenvolvimento, o capital financeiro internacional passou a se retirar em grandes volumes destes mercados com o objetivo de migrar para locais mais seguros.

Tal fenômeno forçou o governo a aumentar a taxa de juros para estimular o investidor externo a manter suas divisas no país. Ocorre que a maior parte da dívida pública era indexada à taxa de juros, inflando substancialmente o volume da dívida (LEITE JÚNIOR, 2009, p. 84). Giambiagi (2005, p. 173) aponta que a manutenção

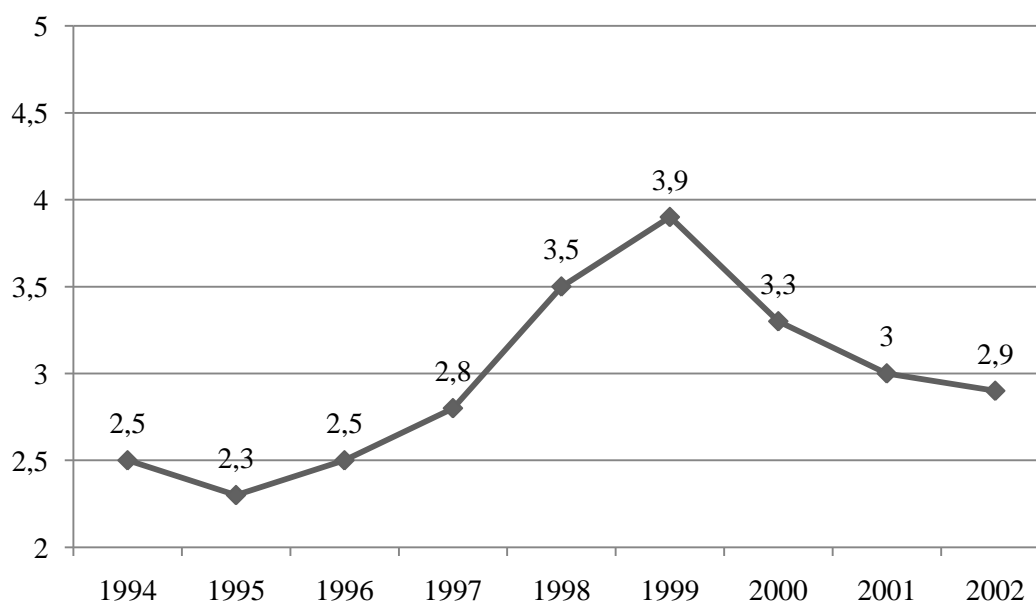
<sup>12</sup> Balanço em Conta Corrente é o resultado financeiro das transações em bens e serviços com o exterior (LEITE JÚNIOR, 2009, p. 83).



do câmbio valorizado aumentou o déficit em conta corrente que, em 1997, chegou a quase 4% do PIB.

Ademais, essa situação levou ao aumento da dívida externa líquida entre os anos de 1996-1997, agravando-se ainda mais em 1998, quando a crise da vez reduziu as exportações brasileiras, diminuindo sua relação com a dívida externa, que por sua vez aumentou rapidamente para atingir o pico de quase quatro vezes o valor das exportações de bens em 1999 (Gráfico 6).

**Gráfico 6 – Dívida Externa Líquida/Exportações de Bens – 1994-2002**



Fonte: Banco Central.

Em 1998, a situação das contas externas era tão delicada que o Brasil se viu forçado a solicitar empréstimo ao Fundo Monetário Internacional e ao governo dos Estados Unidos<sup>13</sup>, que atenderam a demanda com o valor de US\$ 42 bilhões. O dinheiro foi condicionado a ajustes fiscais e geração de taxas crescentes de superávit primário. O restabelecimento da confiança externa precisava ser conquistado o quanto antes, tendo em vista que, em determinados períodos, a queda de reservas internacionais do Brasil chegou a US\$ 1 bilhão por dia.

A solução para o problema das contas externas era o término do regime de controle do câmbio, liberando-o para flutuar conforme as forças de mercado.

<sup>13</sup> Além do FMI e dos EUA, também auxiliaram outros organismos multilaterais e diversos governos, dentre os quais: Grã-Bretanha, Itália, Alemanha, França, Japão e Espanha.

Entretanto, tal medida poderia trazer de volta o fantasma da inflação, que, com a liberalização cambial, adotada em 1999, ensaiou breve alta.

Para debelar o surto inflacionário, o governo FHC adotou o regime de metas de inflação que consistiu “na fixação, pelo Conselho Monetário Nacional, de uma meta e de um intervalo de variação para a inflação acumulada ao longo do ano” (LEITE JÚNIOR, 2009, p. 85). Nesse sentido, a meta de inflação seria o índice balizador que permitiria ao Banco Central visualizar a hipótese de queda ou alta na taxa Selic<sup>14</sup>. Isto permitiria a adoção da política monetária mais adequada com vistas ao controle do volume de moeda em circulação na economia e a manutenção da inflação dentro do intervalo da meta.

Outro ponto fundamental nas reformas efetuadas pelo governo FHC foi a instituição da Lei de Responsabilidade Fiscal que pode ser considerada um “marco na história da administração pública brasileira”, no dizer de Leite Júnior (2009, p. 86). A LRF proporcionou contínua melhora da situação fiscal de estados e municípios. Além disso, foi estabelecido um rígido programa de ajuste fiscal, a partir de 1999. Criaram-se metas fiscais e restrições às gastanças públicas sem a respectiva receita de recursos.

A tabela a seguir enumera outras reformas extremamente importantes no período e que forneceram as bases imprescindíveis para o amadurecimento macroeconômico do país, assegurando o contínuo crescimento econômico nos anos posteriores ao fim do governo FHC.

**Tabela V – Reformas do Período FHC**

| <b>Medida</b>                         | <b>Descrição</b>  |
|---------------------------------------|---|
| Privatização                          | A transferência para o setor privado de empresas deficitárias aliviou as pressões nas contas públicas. Também aumentou a eficiência e qualidade dos serviços prestados. |
| Flexibilização de monopólios estatais | Permitiu a competição nos setores de petróleo e de telecomunicações.  |
| Capital estrangeiro                   | Contribuiu para a elevação dos investimentos estrangeiros no país. Setores mais beneficiados foram de   |

<sup>14</sup> Taxa Selic é um índice pelo qual as taxas de juros cobradas pelo mercado se balizam no Brasil. (WIKIPEDIA.org).

|                                    |  |
|------------------------------------|--|
|                                    | mineração e energia.   |
| Saneamento do sistema financeiro   | Reestruturação do sistema bancário nacional; privatização da maior parte dos bancos estaduais; ampliação da concorrência no setor com a entrada de bancos estrangeiros no país; conglomerao o setor, o que o tornou mais sólido e com instituições mais fortes; melhorou a supervisão do sistema por parte do Banco Central. |
| Reforma da Previdência             | Dentre outras medidas, criou o fator previdenciário para o INSS e estabeleceu tempo de contribuição para servidões públicos.   |
| Renegociação das dívidas estaduais | Federalização das dívidas junto ao mercado.  |
| Agências reguladoras               | Foram criadas para defender os interesses dos usuários de serviços de utilidade pública e zelar pelo cumprimento dos contratos.  |

*Fonte:* Giambiagi, 2005. *Tabela:* Elaboração própria.

No plano internacional, a crise argentina, que entre 1999 e 2002 reduziu em 20% o PIB daquele país, e os ataques terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos, foram dois fatores que abalaram o crescimento do comércio internacional brasileiro, tendo em vista que as duas nações representam grandes parceiros comerciais para o país. Em relação à Argentina a crise afetou principalmente as exportações de setores manufaturados. Com relação aos ataques terroristas, a crise que seguiu abalou o mercado de aviação civil, outro grande nicho de atuação do Brasil no mercado internacional.

Apesar das intensas crises internacionais que abalaram os mercados externos e afetaram duramente as exportações brasileiras, o PIB do país, no segundo governo FHC, apresentou crescimento acumulado de 8,63%, equivalente a uma média anual de 2,09% (tabela VI). A inflação acumulada ficou em 39,88%, média anual de 8,75%. No entanto, as exportações encerraram o período de 1999 a 2002 com variação média positiva de 9,7%, ao passo em que as importações tiveram declínio de -4,4% no mesmo cenário.

**Tabela VI – Crescimento do PIB – 1995-2002 (médias anuais p/ período - %)**

| <b>Variável</b>  | <b>1995-98</b> | <b>1999-2002</b> |
|------------------|----------------|------------------|
| Consumo governo  | 1,8            | 1,5              |
| Consumo famílias | 3,6            | 0,9              |
| FBCF*            | 4,3            | -1,6             |
| Exportações      | 3,3            | 9,7              |
| Importações      | 12,8           | -4,4             |
| <b>PIB</b>       | <b>2,6</b>     | <b>2,1</b>       |

\* Formação Bruta de Capital Fixo.

Fonte: IBGE

Nota: As exportações e importações referem-se a bens e serviços não-fatores. (Giambiagi, 2005, p. 181)

Por sua vez, a tabela a seguir enumera, de forma simplificada, os indicadores macroeconômicos no período do governo FHC.

**Tabela VII – Síntese de Indicadores Macroeconômicos – 1995-2002 (médias anuais por período)**

|  | <b>1995-98</b> | <b>1999-2002</b> |
|--|----------------|------------------|
| Crescimento do PIB (% a.a.)                                    | 2,6            | 2,1              |
| Inflação (IPCA dez./dez., % a.a.)                              | 9,4            | 8,8              |
| FBCF (% PIB a preços correntes)                                | 19,8           | 19,0             |
| Tx. de cresc. Das exportações de bens (US\$ correntes, % a.a.) | 4,1            | 4,2              |
| Tx. de cresc. das importações de bens (US\$ correntes, % a.a.) | 14,9           | -4,9             |
| Balança comercial (US\$ bilhões)                               | -5,6           | 3,5              |
| Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)                         | -26,4          | -20,1            |
| Dívida externa líquida/Exportações de bens                     | 2,8            | 3,3              |

Fonte: GIAMBIAGI, 2005, p. 181.

Os efeitos da estabilização e do ajuste fiscal e a competitividade crescente, beneficiada pela criação de um ambiente macroeconomicamente favorável, foram conquistas importantes durante os dois governos FHC. Tais fundamentos, alicerçados a partir de meados da década de 1990 e mantidos durante a primeira década do ano 2000, possibilitaram que o governo tivesse o papel de, no dizer de Gustavo Franco (*apud* Giambiagi *et al.*, 2009, p. ix), criar as condições para o investimento através de

“uma atmosfera positiva, com horizontes claros, carga tributária moderada, custo de capital razoável e macroeconomia possível.”

### 3.1.2 O Governo Lula (2003-2007)

Na dimensão macroeconômica, até o ano de 2008, o governo Lula manteve os principais fundamentos construídos no período FHC, dentre os quais, cabe citar: a observância ao regime de metas de inflação; a intensificação do ajuste fiscal; o combate à inflação; e o prosseguimento ao programa econômico do governo anterior. Os programas sociais<sup>15</sup>, gestados na administração tucana, também foram mantidos e substancialmente ampliados, reforçando o mercado interno nacional com a inclusão de milhões de brasileiros nas forças de consumo. Ademais, a internacionalização de grandes empresas brasileiras também alicerçou o crescimento da economia, auxiliando nos resultados do balanço de pagamentos com o aporte crescente de lucros e resultados obtidos no exterior.

Além da manutenção destes postulados, o governo Lula foi agraciado com um período de bonança internacional com poucos precedentes na história. Com a ascensão de economias emergentes como China e Índia<sup>16</sup> e, por conseguinte, o aumento da demanda no mercado por produtos como alimentos e *commodities* minerais, setores em que o Brasil conta com ampla vantagem competitiva, a balança comercial do país passou a contar com expressivos superávits.

Discorrendo sobre a intensificação do comércio internacional no período, Ernani Teixeira Torres Filho e Fernando Puga (2009, p. 73) afirmam:

“Ao longo da última década, o comércio mundial atravessou um dos mais longos períodos de expansão de sua história recente. Graças a uma extraordinária expansão da liquidez e à ampliação da divisão internacional do trabalho, não se registrava retração nos valores mundiais exportados desde 2002. Além disso, o crescimento do comércio internacional estava em elevação.”

---

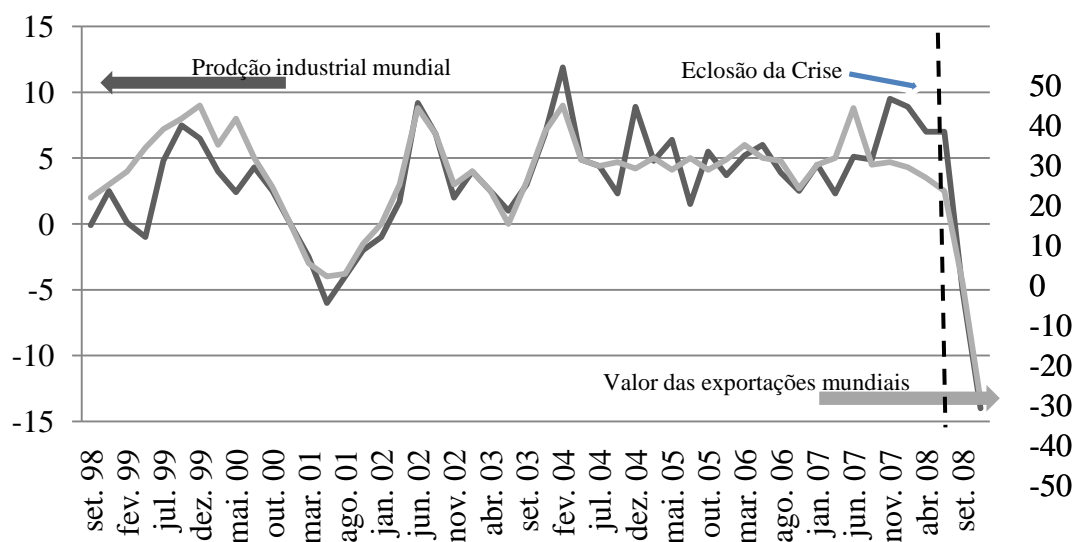
<sup>15</sup> A título de exemplo: os programas Bolsa Escola, Cartão Alimentação, Bolsa Alimentação e Auxílio Gás, criados durante o governo FHC, que foram unificados no governo Lula sob a denominação de Bolsa Família.

<sup>16</sup> Impulsionado pelo crescimento econômico de países emergentes, o Brasil passou a diversificar seus parceiros comerciais. Em dezembro de 2007, 54,9% dos nossos parceiros comerciais eram identificados como países emergentes. Em dezembro de 1989, esse volume mal ultrapassava 30% (GIAMBIAGI, 2008, p. 235).

Os autores ainda apontam que, entre 2003 e 2008, as exportações mundiais apresentaram taxa de crescimento média de 16% ao ano, “13 pontos percentuais a mais que os 3% obtidos entre 1997 e 2002” (TORRES FILHO e PUGA, 2009, p. 74). Esses dados levaram os autores a qualificarem o desempenho das exportações brasileiras, iniciado em 1998 e intensificado no primeiro governo Lula, perdurando até pouco antes da eclosão da crise, como a década do “ciclo de ouro do comércio exterior brasileiro” (Idem, p. 73).

O gráfico abaixo mostra claramente o contexto internacional em que o mercado exportador brasileiro se encontrava na década compreendida entre o período de setembro de 1998 a setembro de 2008.

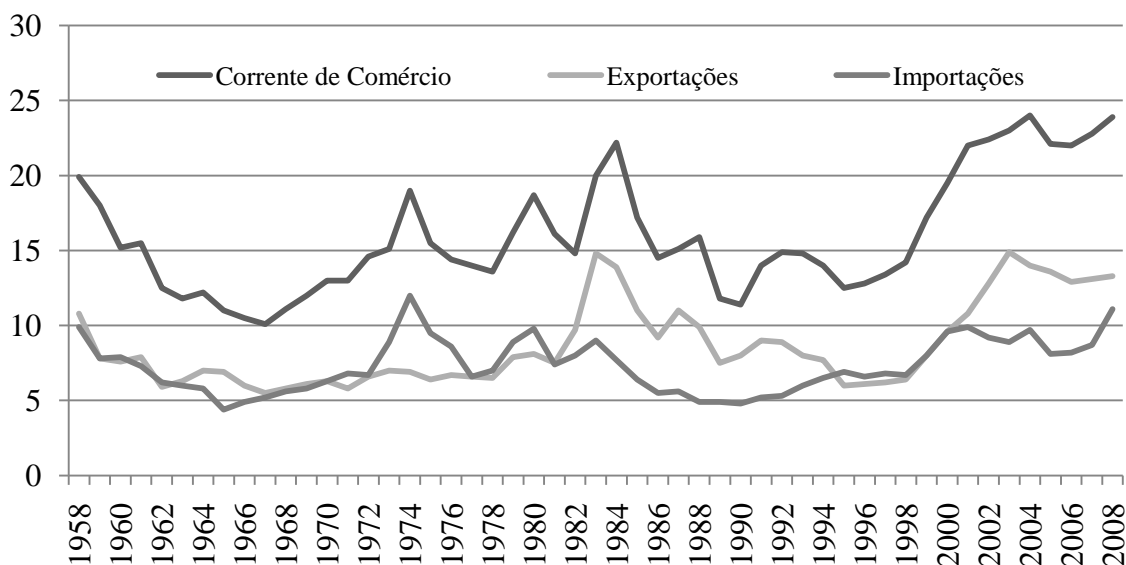
**Gráfico 7 - Crescimento das exportações e da produção industrial mundial – 1998 a 2008 (variação percentual – média trimestral)**



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Nos quatro primeiros anos da era Lula, o volume de exportações do país apresentou um crescimento de 128%, que passou de US\$ 60,3 bilhões em 2002, para US\$ 137,8 bilhões em 2006. A Balança Comercial teve crescimento de US\$ 13,1 bilhões para US\$ 46,4 bilhões no período (LEITE JÚNIOR, 2009, p. 90).

O gráfico a seguir faz um paralelo entre a corrente de comércio, as exportações e importações do Brasil, baseado em percentuais do PIB, deixando clara a crescente importância que comércio exterior desempenhou durante a gestão do presidente Lula.

**Gráfico 8 - Comércio exterior brasileiro – 1958 a 1998 (% do PIB)**

Fonte: Secex

Por sua vez, a tabela a seguir apresenta a composição da pauta exportadora do Brasil nos anos de 1998 e 2008. Segundo Torres Filho e Puga (2009, p. 76), na década analisada, poucas mudanças ocorreram na estrutura da pauta de exportações brasileira. Para os autores, a mudança mais expressiva se deu no aumento da participação dos produtos intensivos em recursos naturais que em 1998 compunham 46% do total, passando para 54% dez anos depois. Os autores explicam que esse aumento se deu, principalmente, em virtude do desempenho do setor de petróleo e gás, que tiveram “aumento contínuo dos investimentos em exploração e produção, apoiado em descobertas de grandes campos produtores em águas profundas e um cenário de preços internacionais crescentes” (Idem).

**Tabela VIII – Participação dos setores nas exportações brasileiras – 1998 e 2008**

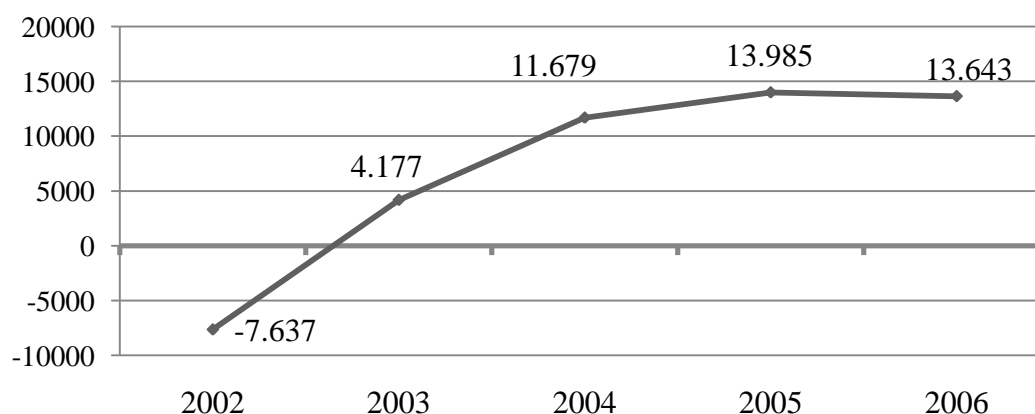
| <b>Setores</b>                         | <b>1998</b> | <b>2008</b> | <b>Variação</b> |
|--|-------------|-------------|-----------------|
| <b>Intensivos em Recursos Naturais</b> | <b>45,5</b> | <b>53,5</b> | <b>8,0</b>      |
| Agroindústria                          | 30,0        | 27,7        | -2,3            |
| Extrativa Mineral                      | 7,2         | 9,8         | 2,7             |
| Prod. de Madeira, Celulose e Papel     | 6,0         | 4,3         | -1,6            |
| Petróleo e álcool (inclui refino)      | 1,0         | 10,7        | 9,7             |
| Produtos Mineraiis Não Metálicos       | 1,4         | 1,0         | -0,4            |
| <b>Intensivos em Trabalho</b>          | <b>8,7</b>  | <b>5,1</b>  | <b>-3,5</b>     |

**Tabela VIII – Participação dos setores nas exportações brasileiras – 1998 e 2008 (Final)**

|  |             |             |             |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Têxtil, Vestuário e Calçados                 | 6,1         | 3,2         | -2,9        |
| Produtos de Metal                            | 1,3         | 1,1         | -0,2        |
| Móveis, Jóias e Diversos                     | 1,3         | 0,8         | -0,4        |
| <b>Intensivos em Escala</b>                  | <b>30,8</b> | <b>24,9</b> | <b>-6,0</b> |
| Química, Borracha e Plásticos                | 8,2         | 6,5         | -1,7        |
| Veículos Automotores                         | 11,7        | 7,8         | -3,9        |
| Metalurgia                                   | 10,9        | 10,5        | -0,4        |
| <b>Intensivos em Engenharia e Tecnologia</b> | <b>13,7</b> | <b>14,0</b> | <b>0,3</b>  |
| Máquinas e Equipamentos                      | 5,9         | 5,2         | -0,7        |
| Eletroeletrônico                             | 4,4         | 4,0         | -0,4        |
| Aviação e Outros Equipamentos de Transporte  | 3,4         | 4,8         | 1,3         |
| <b>Demais e Não Classificados</b>            | <b>1,3</b>  | <b>2,5</b>  | <b>1,3</b>  |

Fonte: MDIC/Secex (*apud* TORRES FILHO e PUGA, 2009, p. 77)

O balanço de transições correntes do Brasil apresentou seguidos resultados positivos que, além da melhoria no cenário do comércio externo, foi impulsionado pelos crescentes investimentos externos diretos recebidos pelo país e um leve aumento na taxa de poupança interna, diminuindo a necessidade de “importar” capital para investimentos.

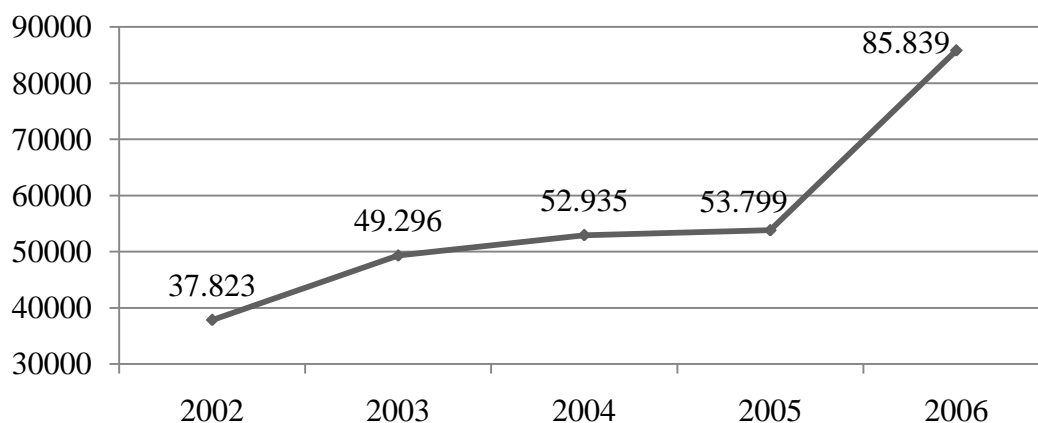
**Gráfico 9 – Resultado do balanço em transições correntes - 2002-2006 (em US\$ milhões)**

Fonte: Banco Central do Brasil



Por sua vez, as reservas em moeda estrangeira apresentaram expressiva alta no período de 2002 a 2006, com forte salto entre 2005 e 2006, quando o montante chegou a pouco mais de US\$ 85 bilhões, conforme apresenta o gráfico 10.

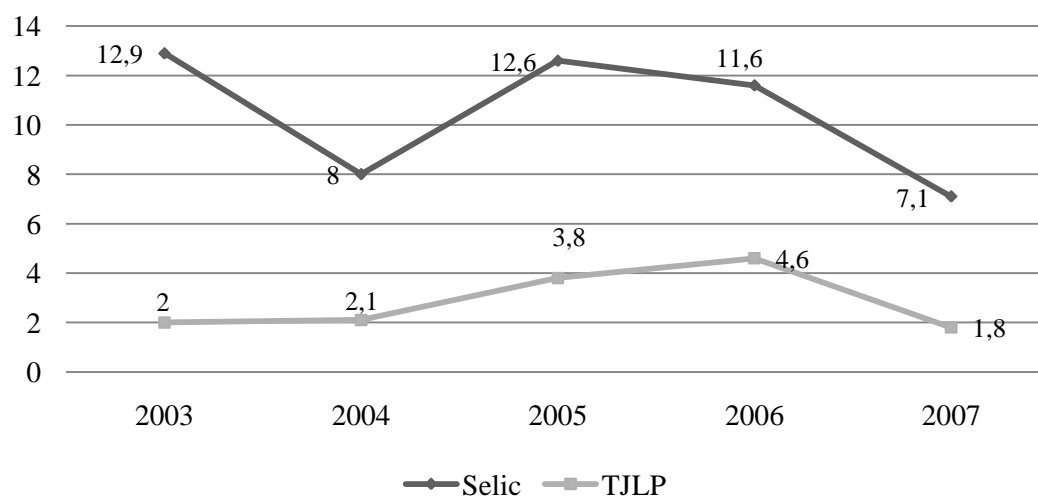
**Gráfico 10 – Reserva em moeda estrangeira (US\$ milhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil.

Neste sentido, a queda no valor do dólar e o acúmulo de reservas possibilitaram a redução do volume da dívida externa e a liquidação de compromissos com o Fundo Monetário Internacional. Ademais, conforme assevera Leite Júnior (2009, p. 91) “a queda da inflação permitiu reduzir a taxa básica de juros e impulsionar o volume de crédito na economia”. O gráfico seguinte apresenta a variação da taxa Selic e a Taxa de Juros de Longo Prazo, no período de 2003 a 2008.

**Gráfico 11 – Taxa Selic (em % ao ano) e inflação (IPCA em 12 meses)**



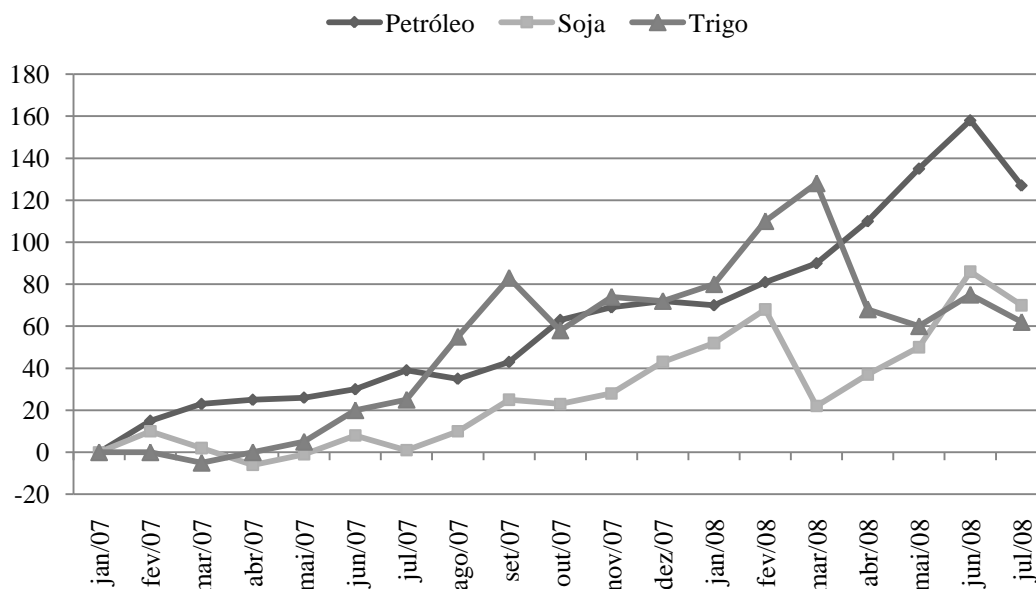
Fonte: Banco Central, IBGE. Gráfico: Elaboração própria.

Além dos fatores já enumerados, outra grande contribuição para o crescimento do mercado interno foi a unificação dos programas de proteção social do governo anterior em torno do programa Bolsa-Família. Segundo Leite Júnior (2009, p. 90), “até o final do governo, o Bolsa-Família atendia 10 milhões de famílias e tinha um orçamento anual de R\$ 8 bilhões”. E continua, afirmando que “a magnitude do programa trouxe importante contribuição para o crescimento do mercado consumidor do interior do país, principalmente a região Nordeste”.

Essa grande inclusão de agentes consumidores na economia foi facilitada pela queda na taxa de juros que estimulou o crédito para consumo junto às pessoas de baixa renda. Ademais, a estabilidade macroeconômica desfrutada pelo governo Lula gerou resultados positivos no aumento do índice de empregos com carteira assinada. Esses fatores consolidaram a posição brasileira de menor vulnerabilidade, tornando o país um pouco menos dependente da demanda internacional, fato esse que foi crucial durante o período em que a crise atingiu o Brasil.

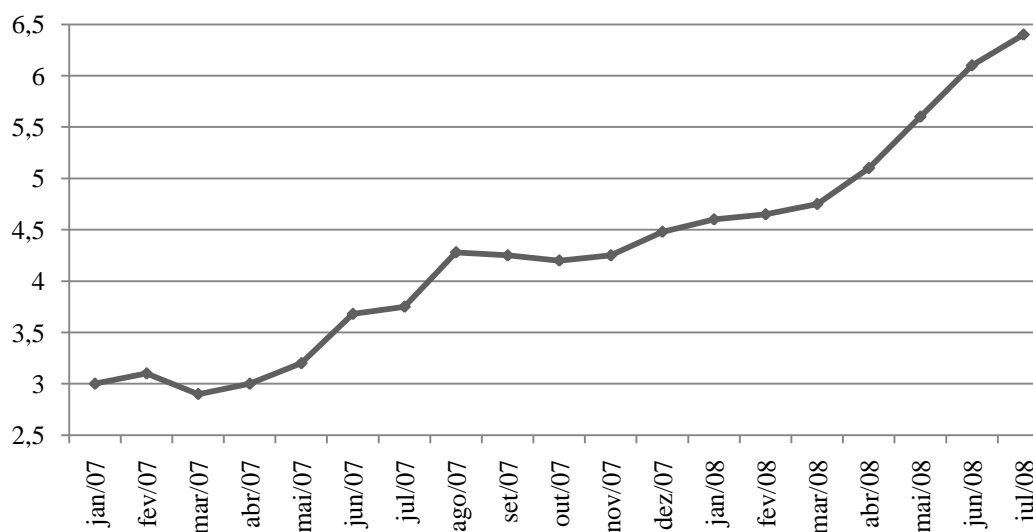
Apesar do aumento dos gastos correntes do setor público, a relação dívida líquida do setor e PIB apresentou trajetória de queda durante do governo Lula. Essa relação, que em 2003 era de pouco menos de 52%, declinou para cerca de 40% em abril de 2008. Isto se deu graças ao aumento na arrecadação tributária federal, permitindo que os resultados primários continuassem melhorando. No entanto, o inchaço da máquina pública, através das políticas de constante inclusão de novos servidores e aumento salarial, representou um retrocesso em relação ao governo anterior. Em 2009, estima-se que o superávit primário ficará abaixo da meta, o que representa uma ruptura na gestão orçamentária federal nos últimos 10 anos.

Na primeira metade do segundo mandato do governo Lula, dois foram os fatos macroeconômicos mais relevantes: o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento, um plano de investimentos para os anos de 2007 a 2010. O orçamento do PAC ficou na casa de R\$ 504 bilhões abrangidos nos setores de infra-estrutura energética, infra-estrutura social e urbana e infra-estrutura logística. O segundo fator diz respeito ao surto inflacionário no mercado mundial de *commodities* agrícolas em 2008. Esse aumento generalizado nos preços dos alimentos, por exemplo, se deu principalmente em decorrência do aumento da demanda por tais produtos, conforme demonstra o gráfico abaixo.

**Gráfico 12 – Aumento do preço das commodities (em %)**

Fonte: Banco Central do Brasil

A alta da inflação forçou o Banco Central a alterar a política monetária que até então vinha sendo implementada. Os juros básicos que apresentavam tendência de baixa sofreram sucessivos reajustes altistas, na tentativa de conter os índices de preços da economia, que mostravam números crescentes, conforme o gráfico que segue:

**Gráfico 13 - IPCA acumulado em 12 meses (em %)**

Fonte: Banco Central do Brasil

No entanto, o ímpeto inflacionário teve fôlego curto, na medida em que as economias norte-americana, européia e japonesa desaceleravam em razão dos graves efeitos gerados pela crise internacional, diminuindo a demanda internacional por *commodities*, e eliminando a pressão no índice de preços. Essa dinâmica também pode ser visualizada no gráfico 12.

Antes de ser atingido pelos efeitos da crise financeira, o fluxo de investimentos estrangeiros diretos para o Brasil apresentou sucessivos aumentos. Em 2008, esses investimentos chegaram a US\$ 40 bilhões, tornando o país o maior destino de investimentos estrangeiros dentre os países da América Latina. Esse fenômeno refletiu no desempenho do mercado de capitais brasileiro, que apresentou expressiva alta nas ações comercializadas na Bolsa de Valores de São Paulo que, em maio de 2008, atingiu sua máxima histórica de 73.516 pontos. Refletindo a crise, o Ibovespa recuaria ainda no mesmo ano pra menos de 30.000 pontos, concretizando os temores dos investidores na esteira da quebra do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro daquele ano.

### 3.2 Medidas adotadas no combate à crise

Iniciados durante do segundo semestre de 2008, os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira, neste primeiro momento, se deram em virtude da falta de liquidez enfrentada pelo mercado externo. A dificuldade de contração de crédito afetou diretamente o comércio internacional, prejudicando as exportações do país, diminuindo a demanda e provocando a interrupção do ciclo de crescimento que o comércio internacional vinha experimentando desde o início da década. Como causa direta dessa redução da demanda, os preços e volumes comercializados caíram, provocando prejuízos para diversos setores, dentre os quais *commodities*, alimentos e petróleo.

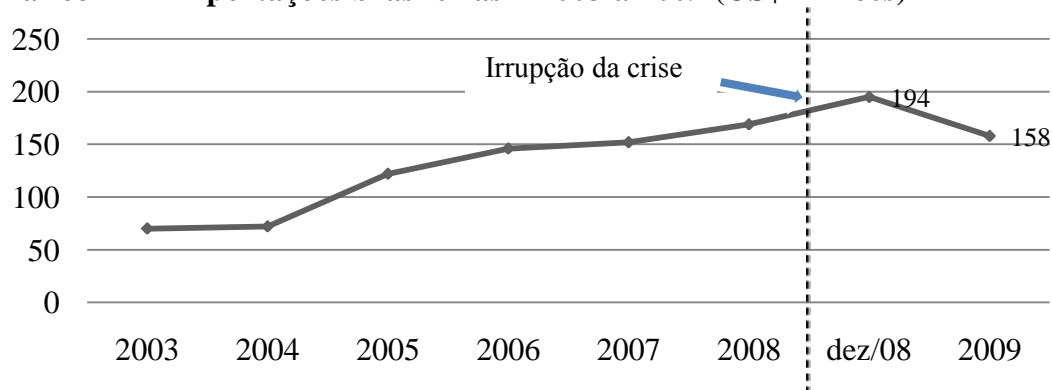
Nesse sentido, afirmam Torres Filho e Puga (2009, p. 78):

“Os primeiros mercados a ceder foram os metais. Poucos meses depois, foi a vez do preço do petróleo iniciar uma trajetória de desinflação de preços, seguido pelos alimentos. A falência, em setembro, do banco de investimento Lehman Brothers acelerou a deflação. Houve uma parada súbita dos mercados financeiros, seguida por contração abrupta do comércio internacional, reduzindo a um só tempo preços e quantidades.”

A redução da demanda externa atingiu diretamente 30,4% do parque industrial do país. Em decorrência da verticalização da produção industrial, cerca de 20% da indústria nacional sentiu os efeitos de forma indireta, em virtude da queda nas encomendas de insumos para produtos exportados. Por outro lado, quase 50% da produção industrial, sustentada pela demanda doméstica, não sofreu os efeitos da crise no comércio externo nos meses posteriores a intensificação dos efeitos da crise no país.

O gráfico abaixo ilustra a interrupção do crescimento das exportações brasileiras, abrangendo o ciclo altista desde 2003 até a irrupção da crise.

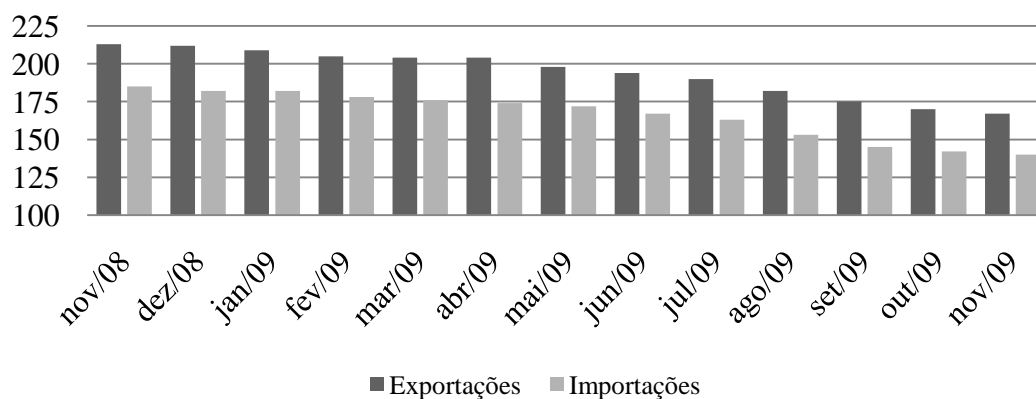
**Gráfico 14 – Exportações brasileiras – 2003 a 2009 (US\$ Bilhões)**



*Fonte:* Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, Banco Central e Pesquisa Focus.

Por sua vez, o gráfico a seguir mostra a série de exportações e importações acumuladas em doze meses – novembro de 2008 a novembro de 2009:

**Gráfico 15 – Comércio Exterior (série acumulada 12 meses – US\$ bilhões)**



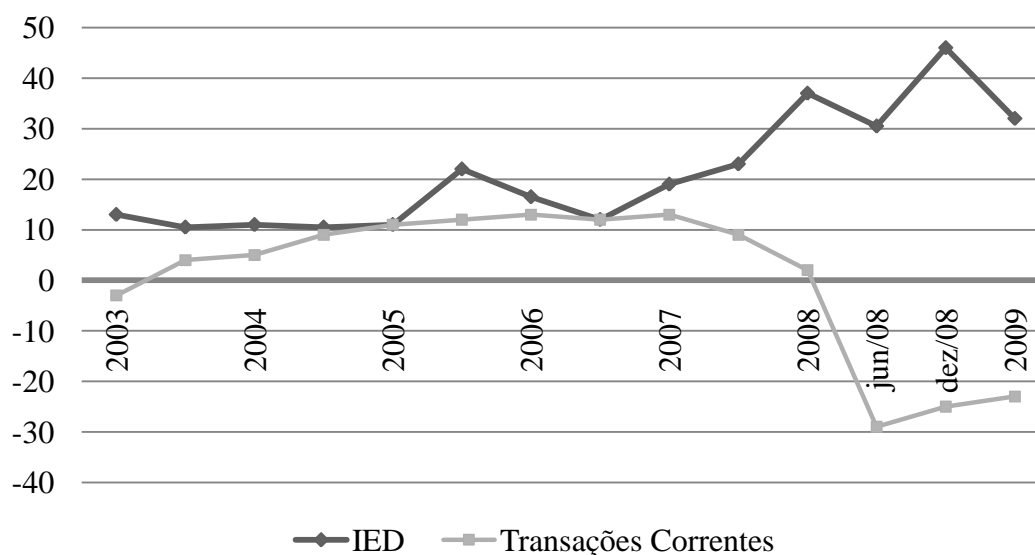
*Fonte:* MDIC (Ipeadata)

Além da retração nos níveis de comércio, a crise financeira provocou uma corrida dos investidores para posições de menor risco, afetando negativamente as intenções de investimento, em vista da incerteza desenhada no cenário econômico. Segundo Torres Filho e Puga (2009, p. 79), o efeito negativo da desaceleração das exportações “nas decisões de investimento das empresas foi mais sentido justamente em alguns setores exportadores que lideravam o ciclo recente de alta nas exportações – mineração, siderurgia e celulose”.

A redução das perspectivas de investimento redundou na elevação da cotação do dólar, investimento entendido como mais seguro, reduzindo o preço de outros ativos comercializados no mercado nacional como, por exemplo, as ações da bolsa de valores. Nesse mesmo sentido, a apreciação do dólar foi reforçada pela grande fuga de capitais, redirecionados para enfrentar o rombo das operações financeiras com créditos podres.

O gráfico abaixo demonstra os efeitos da diminuição dos investimentos e a oscilação negativa das transações correntes nacionais:

**Gráfico 16 – Transações correntes e investimento estrangeiro direto líquido (US\$ Bilhões)**



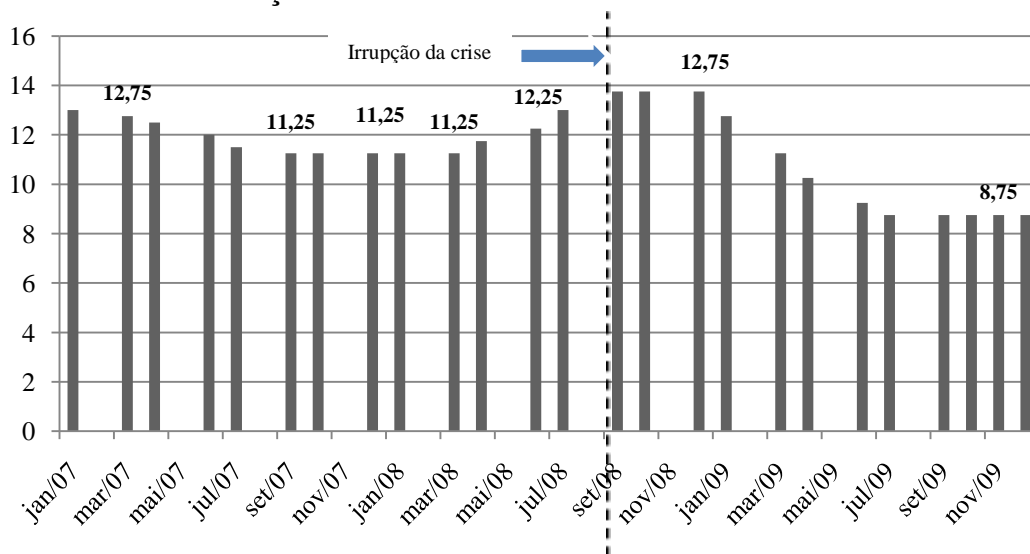
Fonte: Banco Central do Brasil (DEPEC e Pesquisa Focus)

Na tentativa de evitar que a fuga de capitais se agravasse, atingindo áreas que prescindem de grandes investimentos como, por exemplo, infraestrutura em

geral, o Banco Central eleva a taxa de juros da economia (gráfico 17), garantindo aos investidores maior retorno se mantiverem seus investimentos no país. No entanto, a elevação da taxa de juros poderia prejudicar, no curto prazo, o crescimento do PIB do país, tendo em vista que esse expediente de política monetária encarece o valor da moeda, forçando a retirada de circulação de uma parcela do dinheiro da economia, reduzindo as taxas de consumo e desaquecendo a economia.

O controle da inflação por meio do aumento das taxas de juros no país não poderia ser sustentado por muito tempo, tendo em vista que a queda no consumo interno seria ainda mais prejudicial em um ambiente de retração do comércio internacional. Portanto, a partir do final do ano de 2008 e início de 2009, o Banco Central iniciou nova política de redução da taxa Selic, seguindo as políticas adotadas na maior parte dos países, com vistas a estimular o consumo interno e minimizar os efeitos dos resultados na balança comercial para a indústria nacional.

**Gráfico 17 - A evolução da taxa Selic**



Fonte: Banco Central e [estadão.com.br](http://estadão.com.br)

Respondendo aos cortes da taxa Selic, a inflação, que em 2008 chegou a 5,9% no fechamento anual medido pelo Índice de Preços ao Consumidor, cede e encerra o ano de 2009 com uma taxa acumulada de 4,31%, abaixo da meta estipulada pelo Banco Central. A queda da demanda internacional por alimentos e outros produtos que compõem a pauta de exportação brasileira ajudou a conter a inflação,

que acelerou em meados de 2008. Ademais, a política de renúncia fiscal adotada pelo governo também contribuiu para a contenção no reajuste de preços no mercado interno.

Abaixo, apresento tabela que resume as principais medidas anticíclicas adotadas pelo governo Lula para combater os efeitos da crise financeira internacional. Como observa-se, essas medidas ajustaram as políticas monetária e fiscal, minimizando com alto grau de efetividade, a intensidade da recessão que afetaria o país.

**Tabela IX - Medidas anticíclicas adotadas pelo Brasil no combate aos efeitos da crise**

| <b>Data</b> | <b>Medida</b>   |
|-------------|---|
| 19/09/08    | Banco Central anuncia um leilão de US\$ 500 milhões com compromisso de recompra da moeda após 30 dias. Recursos são destinados às instituições financeiras para que possam financiar as exportações brasileiras.  |
| 24/09/08    | Banco Central libera compulsórios da ordem de R\$ 13,2 bilhões para o sistema financeiro.   |
| 01/10/08    | O Banco do Brasil antecipa R\$ 5 bilhões em crédito para o setor agrícola para suprir a falta de liquidez.  |
| 02/10/08    | Banco Central anuncia a redução no depósito compulsório de bancos que adquirirem carteiras de crédito de outras instituições. A medida injeta R\$ 23,5 bilhões para o mercado.  |
| 06/10/08    | Governo libera crédito de R\$ 5,25 bilhões do FAT para linhas operadas pelo BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal. Também libera o acesso aos dólares das reservas internacionais aos bancos de fora do país para financiamento do comércio exterior de empresas brasileiras, além de outras medidas.<br><br>Banco Central vende dólares ao mercado futuro por meio do vencimento de contratos de ‘swap cambial’ <sup>17</sup> . |
| 08/10/08    | Banco Central reduz as taxas de depósito compulsório de 8% para 5% a fim de promover liquidez ao mercado. Medida injeta R\$ 23,2 bilhões na economia.   |

<sup>17</sup> Definição extraída da Wikipedia.org: “Swap Cambial: Também conhecida como hedge (cobertura de risco) cambial, a swap cambial é uma operação de câmbio em que há simultaneamente a compra e a venda de moedas. Os valores iniciais, ou seja, o tamanho do contrato, os indicadores e a data de vencimento são livremente pactuados entre as partes.”



**Tabela IX - Medidas anticíclicas adotadas pelo Brasil no combate aos efeitos da crise (Continuação)**

- 13/10/08 Banco Central volta a alterar as regras dos depósitos compulsórios de forma ainda mais agressiva. Dentre as medidas, com potencial de injetar R\$ 100 bilhões na economia, estava a elevação do valor de dedução de compulsórios em depósitos à vista na rede bancária para R\$ 1 bilhão.
- 14/10/08 O Conselho Monetário Nacional adota medidas para garantir liquidez para as operações dos produtores rurais na safra 2008/2009. O reforço é da ordem de R\$ 5,5 bilhões.
- 29/10/08 Governo cria nova linha de financiamento para o setor da construção civil. Valor poderia chegar a R\$ 11 bilhões a juros reduzidos.
- 30/10/08 O governo libera, através do FGTS, recursos da ordem de R\$ 7 bilhões para o BNDES a fim de financiar obras de infra-estrutura. Os setores beneficiados são: energia elétrica, ferrovias, portos, rodovias, hidrovias, habitação e saneamento.
- 06/11/08 Governo adota medidas para a expansão do crédito. São beneficiados setores como a indústria automobilística, empresas de médio e grande porte, além de outras atividades, num total de R\$ 19 bilhões.
- O governo também inicia a política de renúncia fiscal através da ampliação do prazo para pagamento de impostos federais. Também são beneficiados micro e pequenos empresários e a agricultura familiar, por meio de linhas de crédito.
- 12/11/08 O governo, através da Caixa Econômica Federal libera R\$ 2 bilhões para o financiamento de bens de consumo: eletrodomésticos, eletrônicos, móveis, dentre outros.
- 16/11/08 O governo, através da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil, lança novas linhas de crédito para financiamentos habitacionais para servidores públicos. A medida movimentou o valor de R\$ 8 bilhões. Expande também os créditos consignados em folha, elevando o auxílio para R\$ 10 bilhões.
- 25/11/08 Banco Central repassa mais R\$ 6,2 bilhões ao BNDES, provenientes da liberação de depósitos compulsórios. A finalidade é financiar o capital de giro de pequenas e médias empresas e empréstimos para exportações.
- 01/12/08 Excetuando a construção civil, governo anuncia nova linha de crédito junto ao BNDES no valor de R\$ 6 bilhões para todos os demais setores. Ficou conhecido como Programa Especial de Crédito (PEC).
- 11/12/08 Governo anuncia pacote de estímulo ao consumo. Dentre as medidas estão: *a*) redução do Imposto de Renda para pessoa física; *b*) do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para automóveis; e *c*) redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para compras a prazo. A renúncia fiscal é da ordem de R\$ 8,4 bilhões.
- 16/12/08 Governo flexibiliza as regras para concessão de empréstimos pelo prazo de seis meses.

**Tabela IX - Medidas anticíclicas adotadas pelo Brasil no combate aos efeitos da crise (Final)**

| <b>2009</b> |  |
|-------------|--|
| 21/01/09    | Comitê de Políticas Monetárias (Copom) corta a taxa Selic em um ponto percentual, para 12,75% a.a.   |
| 22/01/09    | O governo injeta R\$ 100 bilhões do Tesouro Nacional para o BNDES para garantir o volume de crédito no mercado.  |
| 11/02/09    | Governo aprova a criação de nova linha de crédito de R\$ 200 milhões para as revendedoras de automóveis.   |
| 11/03/09    | Copom realiza corte brusco de 1,5% na Taxa Selic que passa a ser de 11,25%.  |
| 25/03/09    | O governo lança o programa 'Minha Casa, Minha Vida', como o objetivo de construir 1 milhão de moradias para famílias de baixa e média rendas. O plano custará R\$ 34 bilhões. Além disso, reduz a incidência de tributos sobre trinta itens de material de construção. |
| 30/03/09    | Governo prorroga a redução do IPI sobre carros, caminhões, materiais de construção civil e a Cofins para motocicletas. Em compensação, eleva os impostos sobre o cigarro.  |
| 07/04/09    | Congresso aprova a MP 451 que cria novas alíquotas para o Imposto de Renda da pessoa física. Além disso, incrementando a política de renúncia fiscal, anuncia a redução de impostos para diversos setores, dentre os quais, o de bebidas, leasing e aeronaves.         |
| 15/04/09    | Governo anuncia a redução do preço do diesel.  |
| 17/04/09    | Governo reduz a alíquota do IPI para produtos da linha branca em 10 pontos percentuais. O prazo da medida é de três meses.   |
| 29/06/09    | Governo prorroga a redução do IPI para veículos, material de construção e linha branca de eletrodomésticos. Prorroga também a desoneração da Cofins para motocicletas. Além disso, reduz a Taxa de Juros de Longo Prazo de 6,25% a.a. para 6% a.a.                     |

*Fonte:* Estadao.com.br. *Tabela:* Elaboração própria.

Como resultado da estabilidade econômica adquirida durante a década de 1990 e mantida no decorrer da década seguinte, as medidas macroeconômicas surtiram os efeitos desejados no curto prazo como, por exemplo, a manutenção e, inclusive, a redução das taxas de desemprego (em 2009 foram criados 1,163 milhão de novos postos de trabalho, bem abaixo dos 2,147 milhões do ano anterior). No entanto, os efeitos colaterais das medidas ainda são incertos. Sabe-se, por exemplo, que a política fiscal terá de sofrer alterações já no médio prazo.

A política de renúncia fiscal reduziu, em 2009, a carga tributária total do país para 34,5% do PIB, ante 35,8% de 2008 e 37,3% em 2007, conforme explica Amir Khair (*apud* LAVORATTI, 2010, p. 36). O especialista em finanças públicas continua explicando que no acumulado de onze meses do ano passado, a arrecadação somou R\$ 633,808 bilhões, 3,99% abaixo dos R\$ 660,120 bilhões recolhidos em 2008 (*Idem*). Além disso, a política de expansão de gastos públicos dificulta ainda mais a manutenção do superávit primário dentro da meta estipulada de 3,3% do PIB. Nos últimos anos, as despesas primárias do governo central aumentaram saindo de 15,71% do PIB (2002), para 18,72% (2009), conforme estimativas do Ministério da Fazenda.

Outros dados macroeconômicos revelam que, em decorrência da crise, a dívida líquida do setor público fechará 2009 em 43% do PIB, o que representa um aumento de quase 4% em relação ao ano anterior. O déficit nominal, por seu turno, no ano passado chegou a 4,14% do PIB nos doze meses até novembro, “o dobro do déficit nominal de 2008, de 2,16% do PIB”, assevera o economista Barbosa Filho (*apud* LAVORATTI, 2010, p. 36). Ademais, conforme aponta a coordenadora do Núcleo de Soluções e Metodologia do Ibre, Silvia Maria Matos (*Idem*), a taxa de investimentos, em 2009, terá variação negativa de cerca de 10%, em comparação com 2008.

Ainda refletindo a crise, o déficit externo, entre 2009 e 2010, deverá “saltar da casa de 1,3% para 2% do PIB. Essa conta se agravou com o indvidamento do setor público e privado, uma vez que baixa capacidade de poupança força o país a importar poupança externa para manter as taxas de investimento e, por conseguinte, o crescimento da economia. Essa situação se agrava na medida em que o acesso ao crédito aumenta. Em 2010, a relação entre o volume de crédito e o PIB deverá ficar em 48%, acima dos 45,3% do ano passado (LAVORATTI, 2010, p. 38).

## 4 DEBATES SOBRE A ORIGEM DA CRISE

O objetivo deste capítulo é efetuar breve análise sobre as condições em que se encontrava a economia mundial antes da crise e os motivos que levaram o mundo ao quase derretimento das finanças internacionais. Para isso, serão utilizados autores que dialogam sobre os desequilíbrios econômicos em que mundo se achava, os quais foram aprofundados a partir da primeira metade desta década.

### 4.1 A Liberalização das finanças internacionais

Na esteira da onda de liberalização que se estendeu por inúmeros países após o esfacelamento da URSS, as últimas barreiras à livre circulação de dinheiro e capital foram igualmente eliminadas pelos governos dos países desenvolvidos. Nesse mesmo sentido, os países em desenvolvimento passaram a adotar políticas conciliatórias com o capital estrangeiro em suas economias, proporcionando a retomada dos Investimentos Externos Diretos (IED) e a diversificação de ativos, nacionais e, agora também, internacionais.

Essa liberalização permitiu o movimento de capitais pelo globo, direcionados principalmente para mercados com grande potencial consumidor, como por exemplo, China, Índia, Brasil e outros países do Leste Asiático. Segundo Fareed Zakaria (2008, p. 30), esse movimento propiciou o surgimento da “terceira expansão econômica”<sup>18</sup>, que seria a maior delas. Zakaria ilustra seu argumento com números, ao mencionar que de 1990 a 2007 o crescimento da economia global foi da casa dos 22,8 trilhões de dólares para 53,3 trilhões de dólares, sendo que o comércio mundial apresentou aumento de 133% no período.

Paul Krugman (2009, p. 14) qualifica esse período pós guerra-fria como um “mundo em que o direito de propriedade e o livre mercado são considerados princípios fundamentais”, mesmo em economias que rezavam sob a cartilha marxista. Para o autor, foi a globalização que tornou possível a “transferência de tecnologia e de capital dos países de altos salários para os países de baixos salários, e o conseqüente crescimento de países exportadores emergentes, intensivos em

---

<sup>18</sup> Segundo F. Zakaria (2008, pp. 28-32), os outros dois períodos de expansão econômica mundial foram “o *boom* da virada do século XIX para o século XX e o do pós-guerra dos anos 50 e início da década de 1960.”

trabalho” (KRUGMAN, 2009, p. 25). Ele salienta, ainda, que “nos países em que se implantaram indústrias exportadoras, a melhoria do padrão de vida das pessoas comuns era inquestionável” (Ibid, p. 27). Não só isso, Krugman (Idem) ressalta que nos países em que “o processo foi bastante duradouro – como na Coreia do Sul ou em Taiwan – os salários alcançaram os níveis vigentes nos países avançados”.

Em linha com o pensamento de Zakaria (2008, pp. 12/30), Krugman (2009, p. 28) conclui que, a despeito das motivações das multinacionais por trás da busca por ambientes com melhores condições de produção, ou seja, regras trabalhistas quase inexistentes, salários baixos, entre outros, “o desfecho foi o deslocamento de centenas de milhões de indivíduos da pobreza abjeta para algo que, em muitos casos, ainda era terrível, mas, mesmo assim, substancialmente melhor”.

Nesse mesmo sentido, Jeffry A. Frieden (2008, p. 435) afirma:

“Quando a China abandonou a planificação econômica, e a Índia diminuiu a substituição de importações, 1/3 da população mundial foi arrancada de décadas de isolamento econômico e arremessada na corrente da economia global. Evoluções semelhantes, no antigo bloco soviético e na América Latina, afetaram mais um bilhão de pessoas. Do ponto de vista histórico e humano, esses foram os principais avanços do último quarto do século XX.”

A expansão econômica trouxe consigo outro fator; a integração dos mercados nacionais à rede global de demandas e a interconexão financeira a ela subjacente. Abordando este fenômeno, Jeffry Frieden (2008, p. 410) afirma:

“No fim da década de 1990, as atividades financeiras internacionais estavam tão interconectadas com os mercados domésticos que, para todos os objetivos e propósitos, havia um sistema financeiro global que incluía todos os países desenvolvidos, muitas nações em desenvolvimento e ex-comunistas.”

O mercado financeiro internacional cresceu não somente em volume, mas também em sofisticação. Impulsionados pelas seguidas inovações tecnológicas, os produtos financeiros ganharam em complexidade, ao mesmo tempo em que se tornaram mais acessíveis ao público outrora completamente à parte destas relações. O mercado de ações talvez seja a dimensão mais conhecida deste fenômeno. No

entanto, outros produtos financeiros também passaram a ser muito assediados, como fundos de títulos de dívida, pensões, seguros, etc.

O debate sobre a liberalização das finanças internacionais é um tanto quanto polêmico. Na opinião de Martin Wolf (2009, p. 2) “a integração financeira oferece vantagens potenciais para os mercados financeiros globais”. Apesar de reconhecer que os desastres financeiros “têm exercido conseqüências diretas e funestas sobre a política das economias”, principalmente as emergentes, Wolf destaca que as finanças atuam “como motor das economias de mercado sofisticadas, abertas e dinâmicas”. E mais, o autor vai adiante e argumenta que “as finanças conferem aos indivíduos liberdade e segurança e proporcionam às economias dinamismo e flexibilidade (WOLF, 2009, p. 11).

Ainda Wolf, esclarecendo sobre as bênçãos das finanças liberais:

“No nível mais básico, as finanças fornecem mecanismos para a transferência de recursos de quem tem, mas não sabe usá-los com produtividade, para quem não tem, mas sabe usá-los com produtividade. As finanças são, portanto, o motor das economias de mercado descentralizadas. Idéias sem financiamento são estéreis. Quanto mais flexível e sensível for o sistema financeiro, maior será a eficácia da economia, pois mais amplas serão as faixas de demandas a serem financiadas e de idéias a serem exploradas.”

Em outras palavras, o economista explica que a liberdade de conceder e contratar financiamento gera eficiência na alocação dos recursos excedentes. Por se tratar de um produto como qualquer outro, o comércio de capitais, quando livre e orientado para o mercado, tem por objetivo principal a busca pelo lucro, algo que só pode ser alcançado quando realizado num ambiente onde tomadores e prestamistas perseguem a eficiência e redução de custos. Ou seja, o mercado financeiro só terá sucesso e se expandirá quando os financiamentos concedidos redundarem no sucesso na produção dos bens aos quais financiou. O sucesso da produção de um determinado bem alavanca a economia, possibilitando o ingresso de mais pessoas das forças de consumo, numa espiral virtuosa. Por fim, assevera Wolf (2009, p. 23):

“O sistema financeiro desempenha papel importante na preservação da disciplina, forçando as empresas a usar os recursos com mais eficiência relativa. Esse argumento é bastante compatível com o notável desempenho recente da produtividade nos Estados Unidos.”

Não obstante, salienta Wolf (2009, p.11), quando as finanças dão erradas, as conseqüências podem ser devastadoras. Explica isso afirmando que o atributo central do sistema financeiro é a “sua pirâmide de promessas – em geral de longa duração, não raro até infinitas, que torna notável a própria existência de sistemas financeiros sofisticados” (Idem). Nesse sentido, continua o colunista do *Financial Times*, “as promessas nem sempre são cumpridas. Na verdade, é do interesse direto de quem promete não cumprir o prometido”. (WOLF, 2009, pp. 11-12). E aqui entra o papel das instituições fortes e confiáveis e “de governos honestos e eficazes, que operem sob as restrições do império da lei” a fim de garantir a confiança nessa estrutura complexa, pontua o autor.

É possível que grande parte das crises financeiras que abalaram os países em desenvolvimento durante a década de 1990 e início do século XXI tenha origem exatamente nesta falta de confiança nas instituições. Esses países, mormente os latino americanos, possuem grande tradição naquilo que ficou conhecido como “populismo econômico”, que designa democracias em que “de um modo geral, não se levam em conta os ‘direitos individuais’ [...] em que 51% do povo pode, legalmente, extinguir os direitos dos restantes 49%” (GREENSPAN, 2008a, p. 332).

Nesse sentido, esses governos sempre encontraram dificuldades em promover a estabilidade econômica. Segundo Greenspan (2008a, p. 326) isso ocorre porque “o populismo econômico imagina um mundo mais simples e direto”, em oposição ao capitalismo de mercado que, nas palavras do autor, representa “uma grande abstração que nem sempre é compatível com a visão contemporânea de como funciona a economia” (Ibid, p. 325). Por isso, continua o autor, para os governos populistas as correções econômicas devem seguir métodos simples e preencher as necessidades evidentes e prementes. Assim, “se há desemprego, o governo deve contratar os desempregados”. Se, por sua vez, o dinheiro que está escasso, “o governo deve imprimir mais dinheiro”. Se as importações ameaçam empregos, “proíba as importações” (GREENSPAN, 2008a, p. 326).

No entanto, corrige Greenspan (2008a, p. 326) quando o governo busca solucionar determinado desequilíbrio, “deflagra-se, inadvertidamente, uma série de outros desequilíbrios”. Isto se dá, pois, segundo ele, os mercados encontram-se extremamente entrelaçados. Esta noção é respaldada pelo economista Ludwig Von

Mises que assevera a impossibilidade de uma política de “meio-termo”. Ou seja, para o autor, uma interferência isolada do governo “num único pequeno detalhe do sistema econômico, produz uma situação que ao próprio governo [...] parecerá pior que aquelas condições que se pretendia abolir.” (MISES, p. 1998, 48).

Além disso, a intervenção excessiva de um governo no sistema financeiro nacional pode acarretar no aumento do chamado risco moral. Ou seja, o fato de o Banco Central de um determinado país garantir a totalidade dos depósitos das instituições financeiras sob sua supervisão, fatalmente criará estímulo perverso por parte dos bancos comerciais que poderão explorar essa condição para se aventurarem em atividades financeiras de alto risco. Wolf (2009, p. 21) explica que essa política “converte os depósitos em dívidas do setor público, implícitas ou contingentes”.

Outros riscos inerentes à atividade financeira, amplificados com a integração global desse mercado, são: *a*) a assimetria de informações, caracterizada pelo fato, conhecido pelos compradores de promessas, de que os vendedores de promessas sabem mais do que eles sobre as perspectivas do mercado; e *b*) a seleção adversa, definida pela percepção dos compradores de promessas de que as ofertas mais atraentes provêm de vendedores com maior probabilidade de não cumprirem suas promessas e que, mesmo aqueles vendedores mais inclinados à honestidade, poderão eventualmente sentir-se tentados a não cumprir o que prometeram em certas circunstâncias.

Nesse sentido, para esse conjunto de autores, a finalidade precípua do governo é a de criar e consolidar instituições que promovam e sustentem a confiança nas promessas financeiras. Ademais, segundo Wolf (2009, p. 18), é de responsabilidade do governo a criação e manutenção “do mais importante de todos os mercados financeiros”; o das dívidas públicas. O autor afirma que o desenvolvimento de “um mercado seguro para os títulos do governo constitui uma das fundações sobre as quais se erigem todos os outros mercados de dívida” (Idem). Assim, se o governo for bem-sucedido no esforço “para manter a qualidade de seus créditos ao longo do tempo haverá condições para o desenvolvimento e para a manutenção de um sofisticado mercado financeiro” (Idem).

Wolf afirma ainda que para a manutenção desta confiança, os governos devem ser capazes de resguardar os direitos de propriedade, absterem-se de saquear



os bancos e, igualmente importante, garantirem a solvência das finanças públicas, que refletirá, conseqüentemente, na confiabilidade do valor da moeda. A falta de confiança nos governos cria estímulos perversos para o poder público corromper o valor da moeda, inflar o nível geral de preços e decretar o calote da dívida interna (WOLF, 2009, p. 19).

Essa questão da confiança ganhou fundamental importância no âmbito das relações econômicas e financeiras internacionais. Frieden (2008, p. 411) destaca que a estreita ligação dos países e empresas com os mercados mundiais tornaram essas relações muito mais dependentes e “suscetíveis às forças financeiras internacionais”. Para evitar qualquer pretexto, continua o autor, “governo e administradores tinham de se preocupar muito mais do que antes com a maneira pela qual seus atos seriam interpretados pelos investidores domésticos e internacionais – que poderiam ficar agitados e inconstantes (Idem).”

Diante do exposto, como explicar a crise financeira atual que tem origem nos Estados Unidos, centro do capitalismo global contemporâneo, onde as instituições possuem tradição e a confiança de investidores do mundo inteiro? Como explicar que os efeitos mais profundos da crise atual atingiram países desenvolvidos, com sofisticados mercados financeiros, tradição e respeito aos princípios de livre-mercado? É o que se pretende responder no próximo item.

#### 4.2 Desequilíbrios macroeconômicos globais

A liberalização financeira contribuiu para o aprofundamento dos desequilíbrios nas contas correntes dos países. Além disso, especificamente no mercado norte-americano, a escala de ativos de longo prazo, arriscados e ilíquidos, financiados por depósitos de curto prazo, tornou vulneráveis diversas transações contratadas no âmbito do sistema financeiro paralelo<sup>19</sup>, cujas operações se expandiram a tal ponto que, na última década, chegaram a ultrapassar em importância o sistema bancário tradicional (KRUGMAN, p. 171).

Esse sistema financeiro paralelo, cujo esquema de *Auction-rate Security* (ARS) é a sua forma mais conhecida, converteu-se em fonte preferida de fundos para

---

<sup>19</sup> Também conhecido como *Parallel Banking System* ou *Shadow Banking System*.

muitas instituições com grande portfólio de capitais, uma vez que ofereciam melhores condições de negócios aos investidores do que os bancos convencionais. Além disso, esses grandes bancos de investimento que geriam as operações não estavam sujeitos às regulamentações impostas aos bancos de depósito, justamente por não trabalharem com dinheiro em caixa de pequenos depositários. Tal fato tornava essas instituições, ao menos em teoria, muito menos suscetíveis às corridas bancárias que caracterizaram as crises de 1907 e 1930 nos Estados Unidos.

Paul Krugman (2009, p. 167) explica que os investidores que trabalhavam nesse mercado desregulamentado “recebiam taxas de juros mais altas que as oferecidas pelos bancos sobre depósitos, enquanto que os emitentes pagavam taxas de juros mais baixas que as incidentes sobre empréstimos bancários à longo prazo”. O dinheiro levantado, por meio de leilões que também possibilitavam o ingresso de novos investidores e a saída de antigos, poderia ficar legalmente comprometido nesses fundos por até 30 anos. No entanto, com a irrupção da crise no mercado de hipotecas nos EUA, os investidores evitaram o risco e, como consequência, os leilões, uma após outro, fracassaram, “uma vez que poucos novos investidores se apresentavam para permitir a saída dos investidores atuais” (Idem).

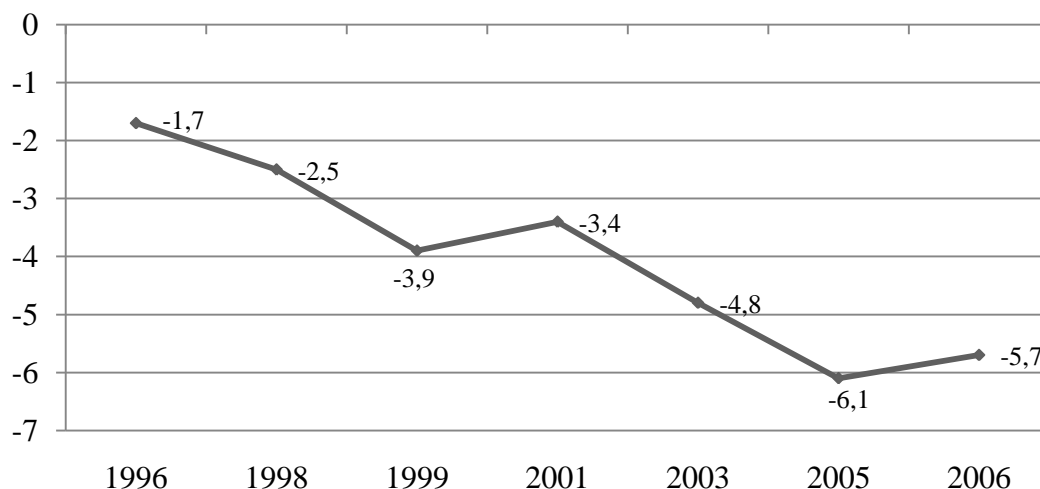
Krugman explica que o sistema ARS chegou a envolver somas de US\$ 400 bilhões. A vantagem para os mutuários, nesse sistema, é que não precisavam manter grandes reservas líquidas, a fim de dispor de capital suficiente para garantir os depósitos. No entanto, com a crise, os ARS desapareceram. Aqueles investidores que dispunham de acesso imediato ao dinheiro, descobriram que estavam mobilizando investimentos com duração de décadas e irredimíveis antes do vencimento. A percepção desses fracassos levou a uma corrida pela liquidez e pela compra de ativos mais seguros, como, por exemplo, os bônus do Tesouro americano.

Além dos ARSs também evaporaram outras modalidades financeiras como, por exemplo, os *Asset-backed Commercial Papers*, que continham ampla gama de ativos lastreados em hipotecas no mercado americano, e dois dos cinco maiores bancos de investimento dos EUA, sendo que outro foi incorporado por um banco convencional.

Como dito, na macroeconomia internacional a fonte de desequilíbrio provinha do balanço da conta corrente das principais economias mundiais. Enquanto

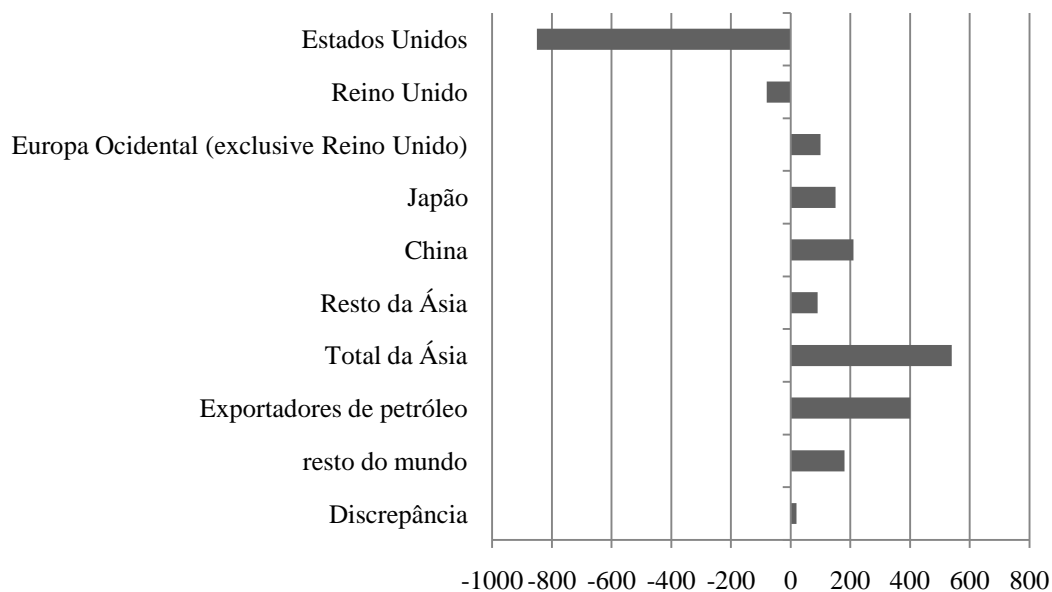
que grandes economias emergentes asiáticas apresentavam sucessivos superávits, as nações desenvolvidas, principalmente alguns países europeus, o Japão e os EUA, informavam crescentes e importantes déficits em conta corrente (ver gráfico abaixo). Segundo Ben Bernanke, então governador do Fed, a principal causa deste fenômeno era a “superabundância da poupança global” e as baixas taxas de juros praticadas nos EUA.

**Gráfico 18 – Conta corrente dos Estados Unidos (% do PIB)**



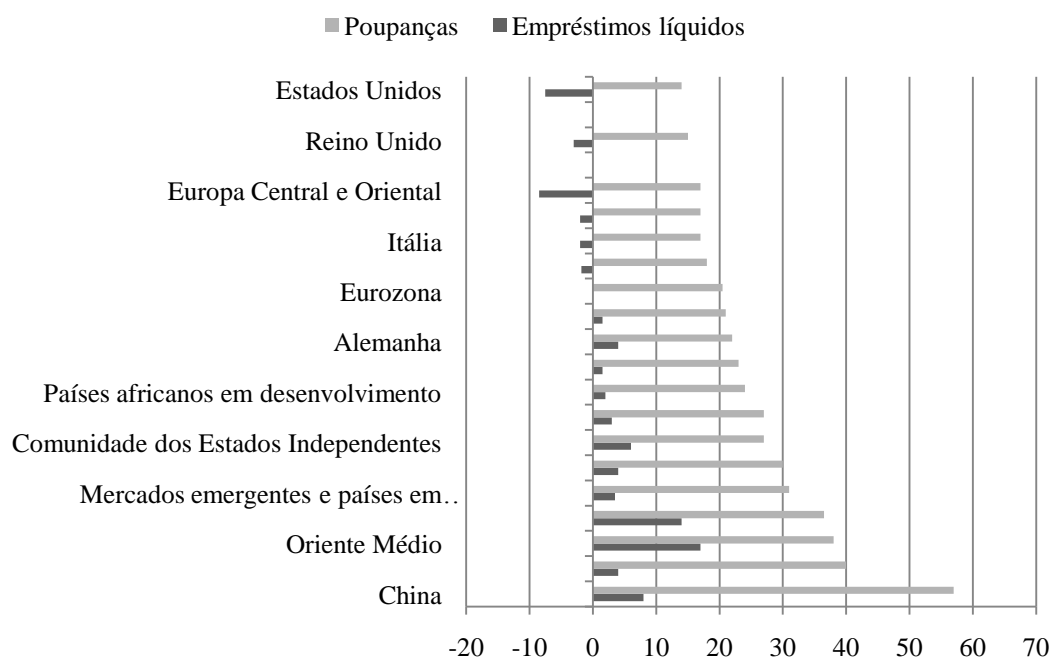
Fonte: Thomson Datastream (apud WOLF, 2009, p. 64).

O gráfico que segue apresenta a situação da conta corrente global no ano de 2006. Através de sua leitura, fica fácil constatar a situação dramática da marcoeconomia global antes da irrupção da crise. Apenas um ano antes do início do estouro da bolha no mercado norte-americano, a conta corrente deste país estava deficitária em mais de US\$ 800 bilhões. Além disso, o gráfico deixa evidente as posições superavitárias dos países asiáticos de cerca de US\$ 500 bilhões. Desse montante, apenas a China contribuiu com cerca de US\$ 200 bilhões positivos.

**Gráfico 19 – Conta corrente global, 2006 (Bilhões de US\$)**

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2004 e abril de 2007, e World Economic Outlook Database.

O gráfico que segue apresenta um comparativo entre os países poupadores e os não poupadores.

**Gráfico 20 – Quem poupa e quem não poupa, 2006 (Percentual do PIB)**

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2007.

Barros e Giambiagi (2009, p. 5) também constatam esse cenário. Na afirmação dos autores:

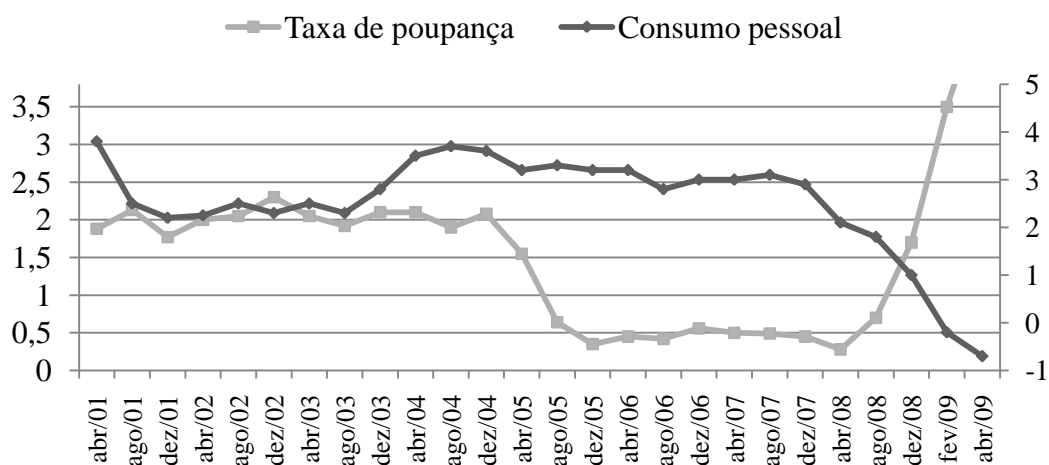
“A crise bancária global, a despeito de seus elementos específicos e fortes o suficiente para serem sistematicamente impactantes, deveria ser caracterizada essencialmente como a forma extrema adquirida pelos desequilíbrios que se acumularam em décadas de reciclagem do excesso de poupança majoritariamente asiática nos Estados Unidos e em outros países, gerando problemas crônicos no balanço de pagamentos global.”

Para Martin Wolf (2009, p. 60), essa correlação tornou os EUA, a superpotência econômica, no “maior devedor internacional – tomador e gastador mundial de última instância”, na medida em que o excesso de poupança asiática afluía, através dos canais financeiros, para o mercado norte-americano, propiciando crédito farto que, combinado com a baixa taxa de juros, consolidou um ambiente propício para a ganância e o consumo desenfreados. Boa parte desta demanda foi sustentada pelas políticas fiscais frouxas que garantiam consumos ainda mais elevados.

Os especialistas se perguntavam qual seria o motivo da manutenção de taxas de juros tão baixas quando os EUA estavam gerando déficit em conta corrente, que, inclusive, chegou a um sétimo das poupanças brutas do resto do mundo. A resposta, segundo Martin Wolf (2009, p. 65), reside no fato de que os demais países, por não conseguirem absorver internamente suas poupanças, estavam exportando o excesso para países com mercados grandes o suficiente.

No entanto, nos últimos três anos, respondendo aos efeitos da crise, a forte desaceleração econômica e a depreciação do dólar em relação a uma cesta de moedas permitiram o aumento das exportações norte-americanas a cima da média mundial. Para Barros e Giambiagi (2009, p. 8), “na trajetória atual de ajuste americano, caminha-se a passos largos para um maior equilíbrio das contas externas dos Estados Unidos”. Nesse sentido, continuam os autores, nos últimos anos, o déficit em conta-corrente total americano “saiu de um pico de quase 6% do PIB para algo estimado no final de 2009 abaixo de 4%”. Os autores prevêm que “não seria ousada a projeção de que o déficit externo dos Estados Unidos seja eliminado em relativamente pouco tempo” (Idem). Estas informações são mais facilmente visualizadas no gráfico abaixo.

**Gráfico 21 – Estados Unidos: Taxa de poupança e consumo como % da renda disponível – média 12 meses 2001-2008**



Fonte: BEA.

A intensa captação de recursos provenientes das poupanças de outros países no mercado norte-americano gerou o aumento insustentável no endividamento das famílias americanas. Esse constante endividamento gerou um profundo desequilíbrio no balanço de pagamentos dos EUA. O enorme déficit norte-americano foi sistematicamente financiado pelo excesso de poupança de mercados emergentes.

Wolf (2009, p. 12) argumenta que em 2005 “as famílias e as organizações sem fins lucrativos dos Estados Unidos [...] tinham ativos no valor de US\$ 64,4 trilhões”. Esse valor representava, na época, mais de cinco vezes o PIB daquele país. Esse conjunto de atores, por sua vez, possuía dívidas na monta de US\$ 11,9 trilhões “o que lhes proporcionava patrimônio líquido agregado de US\$ 52,2 trilhões”. O colunista do *Financial Times* continua afirmando que desses ativos, “cerca de US\$ 25,6 trilhões eram tangíveis – principalmente imóveis residenciais”. O saldo de cerca de US\$ 39 trilhões era compreendido de ativos financeiros, ou seja, “direitos em relação a outras famílias, aos demais setores da economia dos Estados Unidos e ao resto do mundo”. Juntos, os ativos financeiros de empresas não-agrícolas, não-financeiras, de atividades não-agrícolas e não empresariais chegavam a cifra de US\$ 13,2 trilhões. Portanto, conclui Wolf (2009, p. 12), “o total de ativos financeiros do setor privado dos Estados Unidos era mais ou menos de US\$ 52 trilhões, em 2005”.

A sofisticação do mercado financeiro dos EUA que, entre 1995 e 2005, apresentou crescimento, em relação ao PIB, de 302% para 405%, pode ainda ser

demonstrada pelo volume de dinheiro empregado em produtos eminentemente financeiros, como, por exemplo: depósitos, US\$ 6,1 trilhões; instrumentos do mercado de crédito, US\$ 3,1 trilhões; participações acionárias diretas, US\$ 5,7 trilhões; participações acionárias indiretas, US\$ 8,9 trilhões (seguros de vida, pensões, fundos de aposentadori, e fundos de investimentos); e outros direitos. Este crescimento era visto também em outros países desenvolvidos como o Japão e Reino Unido, por exemplo.

A complexidade do mercado financeiro nestas e outras nações gerou um empilhamento de “promessas em cima de promessas” (Wolf , 2009, p. 13). Essas promessas, ou seja, esses direitos são lastreados em ativos reais. No caso das hipotecas, por exemplo, no valor de face dos imóveis que lhes eram a garantia. Wolf aponta que em 2005, “as famílias americanas estavam dispostas a manter a espantosa quantia de US\$ 39 trilhões em promessas. Os americanos, como um todo, o total de US\$ 52 trilhões; e toda a humanidade, o total geral de US\$ 140 trilhões” (Wolf, 2009, p. 14).

Em suma, a análise desses números e das circunstâncias elencadas evidencia que as economias com sistemas financeiras rubustos, sofisticados e complexos possuem instrumentos eficazes de alavancagem do crescimento econômico. Porém, essa “pirâmide de promessas”, no termo de Wolf, é ao mesmo tempo frágil e sensível a eventos que possam minar a confiança nesse sistema. A crise de confiança, como se viu, foi um dos fatores que abalou as finanças internacionais nos últimos tempos, prejudicando a credibilidade dos devedores, gerando um amplo e profundo congelamento no trânsito de ativos e, por consequência, um desgaste dos mecanismos de financiamento.

## 5 CONCLUSÃO

Pelo exposto, é possível argumentar que a dinâmica entre a bolha de ativos no mercado hipotecário norte-americano e a irrupção da crise financeira internacional se deu em virtude da constante subprecificação dos riscos em escala sistêmica. Essa subprecificação gerou intenso endividamento das famílias e empresas norte-americanas que, a partir do momento em que não puderam arcar com suas obrigações, deram origem a uma onda de calotes, seguida da queda generalizada dos preços dos ativos garantidores dessas dívidas. Tal fenômeno impossibilitou, ou tornou economicamente inviável, a execução das dívidas, particularmente aquelas oriundas do setor hipotecário, por parte de bancos e instituições financeiras.

A corrida pela liquidação de ativos podres intensificou a queda nos preços, gerando profundo temor sobre a saúde financeira de um sem número de produtos comercializados através dos mecanismos financeiros internacionais. A “exportação” desses riscos, através da venda às instituições financeiras da Europa e Ásia, contaminou o sistema financeiro internacional, espalhando pânico e desconfiança. Esses dois atributos produziram o congelamento dos canais de financiamento. Em outras palavras, bancos e entidades financeiras deixaram de correr riscos evitando empréstimos por eles considerados arriscados. Essa aversão ao risco deu origem à crise de liquidez no mercado internacional, ou seja, a ausência de dinheiro disponível no mercado.

Os dados apresentados neste trabalho também permitem argumentar que a crise foi mais intensa nas economias do centro do capitalismo global contemporâneo, pois as mesmas são mais dependentes do sistema global de comércio e financiamento. Por serem mais globalizadas e possuírem sistemas financeiros sofisticados, robustos, complexos e profundamente interligados, estas nações sofreram mais do que algumas nações menos desenvolvidas, como o Brasil, por exemplo, as quais prescindem dos mecanismos financeiros com mais intensidade do que as nações centrais.

A diminuição das operações de financiamento gerou queda abrupta no comércio internacional de cerca de 20% no último trimestre de 2008. Além disso, o volume de crédito bancário caiu fortemente e o mercado de capitais ficou paralisado após as principais Bolsas de Valores do mundo se retraírem em até 50% até o final



de 2008. Essa retração do comércio internacional afetou a demanda por *commodities* minerais, alimentos e produtos manufaturados, itens importantes na pauta de exportação do Brasil.

Nesse sentido, beneficiado pelo ciclo de expansão do comércio mundial até a eclosão da crise, o Brasil lançou mão de medidas anticíclicas que foram adotadas com o objetivo de restaurar o crédito no sistema financeiro e reanimar o consumo. Apesar do esforço do governo, a crise chegou à economia real brasileira com mais força do que o discurso oficial pretendeu fazer aparentar. No ano de 2009, a classe C perdeu o contingente de cerca de 10% de todo o aumento conquistado nos seis anos do governo Lula. Em números, isto representa a migração forçada, só em janeiro do ano passado, de 563 mil pessoas da classe C para as classes D e E, nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Recife. O PIB do país, no ano passado, apresentou recuo de -0,3% em relação ao ano anterior, o que representa a primeira recessão desde 2003.

Ainda também com relação ao comércio exterior, a crise alterou os resultados da balança comercial do Brasil com seus principais parceiros. A queda no volume e preços das *commodities*, produtos manufaturados, petróleo e seus derivados fez a balança com os Estados Unidos ficar negativa em 2009, fato não visto desde 2000. O saldo positivo em US\$ 1,8 bilhão no ano de 2008, transformou-se em déficit de US\$ 4,1 bilhões no ano passado. Com relação à China, a forte exportação de *commodities* gerou o primeiro superávit em dois anos em relação ao parceiro asiático (US\$ 4,38 bilhões, em 2009). Em relação ao Japão também houve troca de sinais em desfavor do Brasil (US\$ 1,26 bilhões, em 2009).

Apesar dos revéses econômicos, o Brasil conseguiu enfrentar e emergir da crise financeira melhor do que em suas experiências passadas. Conforme os números deste trabalho demonstram, é possível concluir que o parcial êxito das medidas macroeconômicas adotadas pelo governo Lula empresta sua eficácia da estabilização econômica gestada durante a década passada (anos 1990). A consolidação do “tripé macroeconômico” por meio das metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal, cujos efeitos foram intensificados pela conquista da estabilidade monetária, permitiu com que o Brasil resistisse aos ventos da crise melhor do que no passado.

A crise financeira deixou clara a necessidade de uma maior regulação do sistema financeiro internacional. É muito possível que os acordos de Basileia I e II venham a ser revistos num futuro próximo. O ponto fundamental é saber qual seria a medida ideal de regulamentação sem que as normas e restrições comprometam a criatividade do sistema e inviabilizem a geração de empreendimentos e o aumento sustentável do consumo.

Em relação à macroeconomia internacional, novas pressões surgem no sentido de reverter os desequilíbrios nos balanços de pagamentos. O governo chinês sofre pressões para que valorize o *yuan* e estimule seu mercado interno com vistas a inibir a super geração de popança que, como visto, acaba sendo exportada para auxiliar no financiamento de bolhas nos mercados desenvolvidos. Na Europa, países como Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha sofrem agora com os grandes desajustes fiscais, evidenciados em decorrência da crise, fazendo com que o euro sofra grandes ataques especulativos.

Estas e outras questões terão seus desdobramentos nos próximos anos e têm o condão de remoldar a arquitetura financeira internacional em profundidade comparável aos Acordos de Bretton Woods. O substrato dessas mudanças já reflete na alternância do balanço de poder no sistema internacional, evidenciando atores como o Brasil, China e Índia, os quais ganham influência em relação a alguns países europeus e os Estados Unidos, que passam a ter de acomodar em suas agendas os interesses das economias emergentes.

## REFERÊNCIAS

AGNES, Michael (Ed.) **Webster's New World college dictionary**. Cleveland, OH: 4<sup>th</sup> edition, 2001.

ANÁLISE DE CONJUNTURA. Brasília: Boletim periódico da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. Ano 1, nº 42. Quarta-feira, 16 de dezembro de 2009. 5 p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Projeções Focus Banco Central**. Departamento Econômico. Abril 2009. [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

BLOOMBERG. **Banks' subprime losses top \$500 billion on writedowns**. Dezembro de 2009. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).

BNP ameniza impacto de crédito, França quer respostas. **Estadão Online**, São Paulo: Disponível em: <[www.estadao.com.br/economia/not\\_eco36418,0.htm](http://www.estadao.com.br/economia/not_eco36418,0.htm)>. Acesso em: novembro de 2009.

CARDOSO, Fernando Henrique. Apresentação. *In*: Fábio Giambiagi, Octavio de Barros (Orgs.). **Brasil Globalizado: O Brasil em um mundo surpreendente**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. VII-XIV.

CARTA DO IBRE. A inescapável poupança externa. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, vol. 63, nº 12, pp. 6-9, dezembro de 2009.

FERREIRA, T. & PENIN, G. A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky. **Boletim de informações Fipe**, out. 2007. Disponível em <[http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10\\_25-29-ferr.pdf](http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf)>. Acesso em: 22 de novembro de 2009.

FOLHA ONLINE. **Pacotes de ajuda contra a crise**. Janeiro de 2010. [www.folha.com.br](http://www.folha.com.br).

FRIEDEN, Jeffry A. **Capitalismo global: história econômica e política do século XX**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed. 2008. 573 p.

GIAMBIAGI, Fábio. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os anos FHC (1995-2002). *In*: Fábio Giambiagi *et al.* (Orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 166-195.

\_\_\_\_\_ *et al.* (Orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 425 p.

GIAMBIAGI, Fábio. **Brasil, raízes do atraso: paternalismo x produtividade**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007. 253 p.

\_\_\_\_\_ ; BARROS, Octavio de (Orgs.). **Brasil Globalizado: O Brasil em um mundo surpreendente**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. 388 p.

\_\_\_\_\_. **Brasil pós-crise: agenda para a próxima década**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 344p.

GONTIJO, Cláudio. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2008. 35 p.

GREENSPAN, Alan. **A era da turbulência: aventuras em um novo mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008a. 520 p.

\_\_\_\_\_. **A era da turbulência: aventuras em um novo mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008b. 74 p. (Capítulo Especial – Epílogo sobre a crise americana).

IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. **Entendendo a crise do subprime e suas repercursões na economia mundial**. Carta IEDI nº 300, fev. 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Proposals for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Março de 2010. [www.imf.org](http://www.imf.org).

\_\_\_\_\_. **World Economic Outlook**. Setembro de 2005. [www.imf.org](http://www.imf.org).

\_\_\_\_\_. **World Economic Outlook**. Abril de 2006. [www.imf.org](http://www.imf.org).

\_\_\_\_\_. **World Economic Outlook**. Abril de 2007. [www.imf.org](http://www.imf.org).

JACKSON, Robert; SØRENSEN, George. **Introdução às relações internacionais: teorias e abordagens**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 2007. 445 p.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 201 p.

LAVORATTI, Liliana. O melhor desempenho da década. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, vol. 64, nº 01, pp. 34-44, janeiro de 2010.

LEITE JÚNIOR, Alcides Domingues. **Brasil – a trajetória de um país forte**. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2009. 279 p.

MALAN, Pedro S. Prefácio à edição brasileira. *In*: Martin Wolf. **A reconstrução do sistema financeiro global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. Sem página.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO DA INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Secretaria de Comércio Exterior**. Acesso em Fevereiro de 2010. [www.desenvolvimento.org.br](http://www.desenvolvimento.org.br)

MISES, Ludwig V. **As seis lições**. 6ª Ed., Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1998. 98 p.

PESSOA, Samuel. Modelo de desenvolvimento brasileiro: Austrália em vez de China. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, vol. 63, nº 12, pp. 10-13, dezembro de 2009.

SANTOS, Antônio Oliveira. **Vencendo a crise**. Rio de Janeiro: Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo, 2010. 156 p.

SARFATI, Gilberto. **Teoria das relações internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2005. 383 p.

SILVA, Elir, C. **A crise financeira mundial sob a perspectiva da OMC, do FMI e do Banco Mundial**. Nota Técnica da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados Federais, Área XVIII – Direito Internacional e Relações Internacionais.

STANDARD & POOR`S. **Case-Shiller home price indices**. Março de 2010. [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).

TEIXEIRA, Marcos P. **Impacto macroeconômico da crise atual**. Nota Técnica da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados Federais, Área IX – Política e Planejamento Econômicos, Desenvolvimento Econômico, Economia Internacional. Brasília, Março de 2009. 26 p.

TORRES, E. & BORÇA JR., G. Analisando a crise do *subprime*. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, p. 129-159, dez. 2008.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; PUGA, Fernando. Exportações brasileiras: um cenário pós-crise internacional. *In*: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio de (Orgs.). **Brasil Globalizado: O Brasil em um mundo surpreendente**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. 73-86.

WIKIPEDIA.org. <[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)>.

WOLF, Martin. **A reconstrução do sistema financeiro global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 229 p.

ZAKARIA, Fareed. **O mundo pós-americano**. São Paulo: Companhia das Letras, 2008. 307 p.