



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Paulo Henrique Bardin

**EFEITO-CONTÁGIO, RESPOSTAS DE POLÍTICAS E O
DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-CRISE**

**Campinas
2012**

Paulo Henrique Bardin

**EFEITO-CONTÁGIO, RESPOSTAS DE POLÍTICAS E O
DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-CRISE**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do(a) Prof.(a) Dr.(a) Daniela Magalhães Prates.

Campinas
2012

Campinas
2012

BARDIN, Paulo Henrique. **Efeito-contágio, respostas de políticas e o desempenho da economia brasileira no pós-crise**. 2012. 78 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

Resumo: A crise financeira internacional, iniciada em meados de 2007 com a elevação da inadimplência das hipotecas de alto risco (*subprime*) nos EUA, atingiu as economias emergentes mediante vários canais de transmissão, envolvendo tanto a esfera comercial quanto a financeira, e também as impactou de forma heterogênea, conforme a inserção externa de cada uma na economia global. O Brasil não ficou imune ao choque externo e sofreu o efeito-contágio da crise internacional no momento em que se tornou sistêmica, em setembro de 2008, após a falência do banco americano Lehman Brothers. Além de uma introdução, o presente trabalho se divide em mais três capítulos, que procuram detalhar (i) os canais de contágio da crise internacional, (ii) as respostas de política implementadas pelo governo brasileiro e (iii) o desempenho da economia nacional no triênio pós-crise (2009-2011). Segue uma breve conclusão, que aponta os principais problemas e desafios atuais para a consolidação de uma trajetória sólida de crescimento e desenvolvimento, assim como alguns fatores positivos e negativos que podem influenciar a evolução do PIB brasileiro num cenário mais contemporâneo.

Palavras-chave: crise internacional; efeito-contágio; políticas anticíclicas; políticas macroeconômicas; medidas macroprudenciais; economia brasileira.

Abstract: The global financial crisis that began in mid-2007 with the rise in defaults of subprime mortgages in the U.S., hit emerging economies through various transmission channels, involving both the commercial and the financial sphere, and also impacted them heterogeneously, according to the external insertion of each one in the global economy. Brazil was not immune to the external shock and suffered the contagion effect of the global crisis when it became systemic, in September 2008, after the collapse of U.S. bank Lehman Brothers. Besides an introduction, this study is divided into three chapters which try to detail (i) the global crisis channels of contagion, (ii) the policy responses implemented by Brazilian government, and (iii) the performance of the national economy in the period of three years after the crisis (2009-2011). Next, there is a brief conclusion which points out the main problems and challenges for the consolidation of a solid trajectory of growth and development, as well as some positive and negative factors that may influence the evolution of the Brazilian GDP in a more contemporary setting.

Keywords: international crisis; contagion effect; anti cyclical policies; macroeconomic policies; macroprudential measures; Brazilian economy.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| TABELA 01 – Prejuízos de empresas com derivativos ligados à alta do dólar | 17 |
| TABELA 02 - PIB – Brasil (variação trimestre contra trimestre anterior) | 22 |
| TABELA 03 - Componentes do pacote de estímulo fiscal | 35 |
| TABELA 04 - PAC: Investimentos planejados em infraestrutura | 37 |
| TABELA 05 - Reduções de impostos incluídos no pacote de estímulo..... | 39 |
| TABELA 06 - PIB – taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano..... | 52 |
| TABELA 07 - Indicadores da produção industrial por categorias de uso (índice trimestral) | 62 |
| TABELA 08 - Indicadores da produção industrial por categorias de uso (índice trimestre/trimestre imediatamente anterior) | 62 |
| TABELA 09 - Variação trimestre/trimestre anterior por classe de produção | 63 |
| TABELA 10 - PIB – Demanda: taxa de variação trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal..... | 67 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| GRÁFICO 01 - Índice de quantum e preço das exportações brasileiras | 08 |
| GRÁFICO 02 - Índice de quantum e preço das importações brasileiras..... | 09 |
| GRÁFICO 03 - Variação das exportações e importações no acumulado do ano..... | 10 |
| GRÁFICO 04 - Passivo externo segundo composição..... | 11 |
| GRÁFICO 05 - Ingresso líquido de capitais externos, principais modalidades..... | 12 |
| GRÁFICO 06 - Taxa de câmbio nominal..... | 13 |
| GRÁFICO 07 - Participação do lucro no PIB e proporção investida do lucro | 16 |
| GRÁFICO 08 - Ambiente macroeconômico | 19 |
| GRÁFICO 09 - Evolução do crédito total e para o setor privado | 20 |
| GRÁFICO 10 - Estímulo fiscal nos países do G20 como percentual do PIB | 34 |
| GRÁFICO 11 - VIX (Índice de volatilidade)..... | 46 |
| GRÁFICO 12 - Variação acumulada das taxas de câmbio nos períodos selecionados...47 | |
| GRÁFICO 13 - Contribuição da demanda interna, externa ao crescimento trimestral do PIB | 48 |
| GRÁFICO 14 - Saldo das operações de crédito às pessoas físicas alvo das medidas macroprudenciais..... | 53 |
| GRÁFICO 15 – Taxa de câmbio nominal R\$/US\$ | 56 |
| GRÁFICO 16 - Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento (taxa de variação trimestral) | 60 |
| GRÁFICO 17 - Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento (taxa de variação acumulada em quatro trimestres) | 60 |
| GRÁFICO 18 - Participação dos principais subsetores no PIB da indústria | 63 |
| GRÁFICO 19 - Faturamento real versus produção física: indústria de transformação...64 | |
| GRÁFICO 20 - Formação Bruta de Capital Fixo (variação trimestral) | 68 |
| GRÁFICO 21 - Taxa de investimento nominal..... | 69 |
| GRÁFICO 22 - Desempenho do comércio externo brasileiro | 70 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| INTRODUÇÃO | 01 |
| 1 CAPÍTULO 1: O efeito-contágio da crise de 2008/2009 na economia brasileira .06 | |
| 1.1 Introdução..... | 06 |
| 1.2 Principais canais de contágio da crise internacional na economia brasileira | 07 |
| 1.2.1 Contas externas..... | 07 |
| 1.2.2 Derivativos cambiais | 14 |
| 1.2.3 Escassez de crédito | 18 |
| 1.2.4 Nível de atividade..... | 21 |
| 2 CAPÍTULO 2: A resposta de política do governo brasileiro | 24 |
| 2.1 Política creditícia | 25 |
| 2.2 Política monetária..... | 30 |
| 2.3 Política cambial | 32 |
| 2.4 Política fiscal | 33 |
| 2.4.1 Aumento dos gastos governamentais em infraestrutura..... | 35 |
| 2.4.2 Redução de impostos..... | 38 |
| 2.4.3 Subsídios..... | 39 |
| 2.4.4 Transferências aos municípios..... | 40 |
| 2.4.5 Políticas de proteção social..... | 40 |
| 2.5 Políticas setoriais | 41 |
| 2.6 Conclusões..... | 44 |
| 3 CAPÍTULO 3: O desempenho da economia brasileira de 2009 a 2011..... | 45 |
| CONCLUSÃO..... | 72 |
| BIBLIOGRAFIA | 76 |

Introdução:

Após as crises da década de 1990 e início dos anos 2000 nos principais mercados emergentes, a economia global, a partir de meados de 2003, inicia uma trajetória de retomada das taxas de crescimento e de grande expansão tanto do comércio quanto do fluxo de capitais. Esse período favorável da economia internacional é conhecido como a fase de “*boom* de 2003-2007”, expressão que designa a expansão do comércio aliado a abundância de capitais em direção aos mercados emergentes, em quantidade e qualidade muito superiores aos da década de 1990 (Biancareli, 2006; Prates, 2006).

O processo de crescente integração comercial e financeira entre as economias - denominado globalização - mostrou que as reformas liberalizantes, em especial nas economias emergentes, foram importantes para uma reestruturação e rearranjo das estruturas produtivas e financeiras, que permitiu uma maior inserção das economias menos desenvolvidas nos fluxos de comércio e de capitais mundial e consequente expansão destes fluxos no quinquênio 2003-2007. Contudo, fatores conjunturais como o *efeito-China* e a alta dos preços das *commodities* também ajudaram a explicar o aumento da importância das economias emergentes no produto global e o ciclo de expansão excepcionalmente favorável da economia mundial durante este período (Biancareli, 2006; Prates, 2006).

No entanto, a inserção das principais regiões emergentes no *boom* do comércio e das finanças mundiais, assim como os efeitos dessa inserção sobre os respectivos fundamentos macroeconômicos de cada país, ocorreu de forma desigual em função de um conjunto de características estruturais como: os regimes de câmbio adotados; os diferentes graus de abertura financeira; as características dos sistemas financeiros; e as estruturas das pautas de importação e exportação. A Ásia, por exemplo, beneficiou-se do crescimento dos volumes das exportações de manufaturados (principalmente chinesas), num contexto de demanda externa dinâmica e opção por taxas de câmbio competitivas pelos países da região. Já nos países da América Latina, o resultado positivo nas contas externas ocorreu principalmente através da melhora nos termos de troca, propiciada pela alta das cotações das *commodities* metálicas e energéticas no mercado internacional, que representam grande parte da pauta exportadora dessas economias (Prates, Bichara e Cunha, 2009). O “choque externo benigno” foi de fundamental importância para o crescimento das economias da região, expressão essa criada por Prates (2006) para designar

esses dois fenômenos: a expansão da demanda externa e a alta dos preços das *commodities*.

No que tange às finanças internacionais, a marca principal da expansão nos anos pré-crise foi a incorporação dos países emergentes ao fenômeno da *globalização financeira* – “um conjunto de transformações qualitativas e quantitativas que, dentro do sistema monetário internacional baseado no “padrão dólar flexível”, já era característica das economias centrais a partir do fim do sistema de *Bretton Woods*”. Como exemplo em relação às mudanças qualitativas pode ser citado: o aumento da mobilidade internacional de capitais em função de processos nacionais crescentes de liberalização financeira interna e externa; a emergência de novos agentes importantes, principalmente os chamados investidores institucionais¹; o ganho de participação relativa das finanças de mercado e securitizadas em relação aos tradicionais fluxos de empréstimos bancários; e o predomínio do comportamento especulativo, entre outros. Já em relação às mudanças quantitativas, pode ser citada a mudança do estoque de riqueza financeira global², estimado em US\$ 118 trilhões em 2003, quantidade muito superior a 1993 (US\$ 53 trilhões) e praticamente incomparável a 1980 (US\$ 12 trilhões) – (Biancareli, 2006).

No Brasil, durante o governo Lula (2003-2010), “a inserção financeira da economia foi condicionada basicamente por três fatores: o novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos; o regime de câmbio flutuante e a gestão de política cambial no período; e o aprofundamento do processo de abertura financeira”. Destaca-se nesse período a apreciação da moeda brasileira frente ao dólar, resultado da retomada da liquidez no mercado financeiro internacional e do diferencial da taxa básica de juros doméstica frente às das demais economias, o que reforçou a atração de capitais e permitiu um aumento dos movimentos especulativos nos mercados de ativos financeiros (Prates, 2006).

Durante esse período (basicamente de 2003 até a primeira metade de 2007), portanto, notou-se um processo de descolamento sem precedentes entre a valorização dos ativos financeiros e a produção e o comércio mundiais. Num cenário de capital financeiro abundante e a procura de rentabilidade, aliado às inovações financeiras das instituições bancárias e financeiras, as empresas aumentaram as decisões de investimento e abriram espaço para tomar dívidas. A propensão a

¹ Participantes dos mercados financeiros e de capitais, que atuam na gestão de recursos de terceiros. São exemplos de investidores institucionais os fundos de pensão, as entidades de previdência privada, os fundos de investimentos, as seguradoras, etc.

² Entendido como a soma dos depósitos bancários, instrumentos públicos e privados de dívida, e participações acionárias.

consumir também aumentou ao redor do mundo, de modo que o efeito riqueza dos ganhos nos mercados financeiro e de capitais sobre as rendas das famílias criou espaço para que o endividamento dos consumidores crescesse acima da remuneração. E a prosperidade tanto das economias periféricas como das avançadas deu credibilidade ao *mainstream* quanto à existência de uma relação virtuosa entre a desregulamentação financeira e o ciclo de crescimento mundial (Fundap, 2011).

Porém, a crise que se originou no mercado de hipotecas *subprime* nos EUA, a partir da segunda metade de 2007, foi apenas o primeiro sintoma de uma reversão grave e profunda desse ciclo de expansão. Num primeiro momento, os abalos se concentraram basicamente nas instituições financeiras americanas e de algumas economias avançadas que possuíam aplicações em títulos vinculadas àquelas hipotecas. No entanto, a crise das hipotecas *subprime* foi afetando também outros segmentos dos mercados financeiros, expondo as dificuldades das instituições financeiras relevantes e a necessidade de resgate das mesmas, que culminou com a falência do banco americano Lehman Brothers em setembro de 2008 (Frenkel, 2003; Cunha e Prates, 2011).

A partir deste momento a crise se tornou uma “crise de confiança global”, quando se converteu num fenômeno sistêmico e resultou numa paralisia do sistema financeiro internacional, afetando praticamente todos os países avançados e emergentes, mesmo aqueles cujas empresas e bancos não tinham nenhum vínculo com os títulos “podres” americanos ou cujas economias possuíam condições macroeconômicas mais sólidas para enfrentar choques externos. O efeito-contágio sobre as economias emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão, envolvendo tanto a esfera comercial quanto a financeira, e também impactou-as de forma heterogênea, conforme a inserção externa de cada uma na economia global no período anterior de expansão (Cunha e Prates, 2011; OIT, 2011).

O Brasil não ficou imune aos impactos da crise e foi atingido, num primeiro momento, pelo balanço de pagamentos, em função da queda do comércio e da demanda mundial e da inversão do movimento financeiro, com fuga de capitais para as economias centrais. As empresas brasileiras, contudo, apostando na continuidade do ciclo de expansão e de valorização da moeda brasileira frente ao dólar americano, investiram em derivativos cambiais assumindo riscos que se transformaram em grandes prejuízos quando a crise se agravou no final de 2008 e a moeda brasileira sofreu uma rápida e forte desvalorização (Farhi, 2010; Fundap, 2009b).

Com a presença importante dos bancos internacionais na economia brasileira e o envolvimento, direto ou não, das instituições bancárias nacionais com os derivativos cambiais, num cenário de forte aversão ao risco, o que se observou foi uma paralisação dos negócios no interbancário e uma forte deterioração das condições de crédito às empresas e famílias. Ademais, com a contração do crédito e dos canais de investimento, o efeito-contágio da crise passou da esfera financeira para a economia real (Fundap, 2009b; Prates, 2010).

No entanto, a melhora dos fundamentos macroeconômicos do Brasil (no período pré-crise) não apenas conteve um impacto maior do choque externo, mas também abriu espaço para a implementação de políticas de estímulo à atividade econômica. Através de políticas creditícia, monetária, cambial, fiscal e setoriais, o governo brasileiro adotou uma série de medidas anticíclicas de forma a estimular a economia e evitar uma queda mais profunda do valor agregado (OIT, 2011). “O declínio de apenas 0,2% do PIB brasileiro em 2009 foi indicativo da força de uma economia que, em contraste com experiências passadas, conseguiu evitar uma recessão mais profunda” (Almeida, 2010).

Depois das respostas de políticas (anticíclicas) implantadas tanto nas economias avançadas como periféricas, teve início, a partir do segundo semestre de 2009, uma nova etapa da crise global, caracterizada pela melhora significativa dos mercados e das instituições financeiras e pela recuperação das economias avançadas. A liquidez abundante, as taxas de juros oficiais historicamente baixas e a menor aversão aos riscos dos investidores promoveram um retorno dos fluxos de capitais para as economias emergentes, que em sua maioria já ensaiavam uma recuperação a partir do primeiro trimestre de 2009. Nesse momento, vários mecanismos de transmissão da crise converteram-se, em contrapartida, em canais de irradiação de estímulos para as economias emergentes (Fundap, 2010).

No Brasil, dois mecanismos de transmissão da crise internacional (a retração dos fluxos de capitais e a deflação dos preços das *commodities*) rapidamente retornaram ao ciclo de alta, provocando um alívio da situação externa que possibilitou a reversão da depreciação cambial e a retomada da estratégia de acumulação de reservas (Cunha e Prates, 2011). No entanto, o que se observou na economia brasileira foi que o mercado interno, que nos anos que antecederam a crise já era um dos principais pilares do modelo de crescimento do país, constituiu o principal vetor de expansão da rápida recuperação no pós-crise (Fundap, 2012d). Os níveis de

investimento, ao contrário, não têm acompanhando a expansão da demanda interna. Segundo a Fundap (2012a, pp. 8-9):

“Percebe-se claramente que a expansão no período pós-crise de 2008 está ocorrendo de forma desbalanceada e oscilante. De um lado, o mercado interno ancorado no consumo das famílias acelerou o crescimento (5,2% a.a. nos anos de 2009 a 2011, em relação aos 5,0% a.a. do período 2004 a 2008) e a formação bruta de capital fixo reduziu o ritmo de alta para 5,8% a.a. (quatro pontos percentuais abaixo do patamar anterior). Do lado da oferta, o dado impressionante é a estagnação da indústria de transformação, cuja variação anual foi de apenas 0,2%. Essa queda relaciona-se diretamente à maior penetração dos bens importados nas cadeias produtivas das empresas brasileiras, tendência que se ampliou nesse período”.

O agravamento da conjuntura externa, com a crise da dívida soberana na zona de euro e a falta de coordenação política para a adoção e implementação das medidas de consolidação fiscal e ajustamento necessárias, somado à lenta recuperação das economias desenvolvidas e a redução das perspectivas de crescimento dos países emergentes, também tem contribuído, juntamente com os gargalos estruturais e fatores conjunturais internos, para uma queda do desempenho da economia brasileira a partir do final de 2010/início de 2011 (BNDES, 2011).

O atual governo tem adotado uma maior flexibilização na gestão das políticas monetária, fiscal e cambial, com ampliação dos instrumentos utilizados (por exemplo, os controles de capitais, os mecanismos de regulação financeira e a maior utilização da política creditícia e tributária). Contudo, essas mudanças ainda não são suficientes por si só para enfrentar os desafios atuais que se colocam na economia brasileira (Fundap, 2012c).

Além desta introdução, o presente trabalho se divide em mais três capítulos, que procuram detalhar (i) os canais de contágio da crise internacional, (ii) as respostas de política implementadas pelo governo brasileiro e (iii) o desempenho da economia nacional no triênio pós-crise (2009-2011). Segue uma breve conclusão, que aponta os principais problemas e desafios atuais para a consolidação de uma trajetória sólida de crescimento e desenvolvimento, assim como alguns fatores positivos e negativos que podem influenciar a evolução do PIB brasileiro num cenário mais contemporâneo.

Capítulo 1: O efeito-contágio da crise de 2008/2009 na economia brasileira

1.1. Introdução:

No quinquênio 2003-07 a economia mundial vivenciou a fase mais próspera das últimas quatro décadas. O ciclo de expansão excepcionalmente favorável deveu-se a um conjunto de fatores como baixa inflação, retomada de dinamismo de regiões periféricas e economias maduras que, durante os anos 1980 e 1990, apresentaram baixo nível de expansão da renda, efeito china, alta dos preços das *commodities* e melhora significativa das condições macroeconômicas e da fragilidade externa e fiscal das economias em desenvolvimento (Prates, Bichara e Cunha, 2009).

Contudo, alimentada pelo forte crescimento do produto e do comércio mundiais, houve também a partir de 2003 uma retomada da ampliação da liquidez em várias economias centrais, em particular nos EUA (como resposta ao estouro da bolha acionária no início do séc. XXI), e a configuração de um cenário de graves desequilíbrios globais de pagamentos e de bolhas especulativas em várias classes de ativos financeiros (Prates e Cunha, 2012). De acordo com Prates, Bichara e Cunha (2009), o ciclo excepcionalmente favorável de crescimento metamorfoseou-se na maior crise financeira desde 1929.

Iniciada em meados de 2007 com a elevação da inadimplência das hipotecas de alto risco (*subprime*) nos EUA, a recente crise financeira internacional se tornou sistêmica em setembro de 2008, após a falência do banco americano Lehman Brothers (Farhi e Borghi, 2009). Seu efeito-contágio sobre as regiões emergentes ocorreu através de diversos canais de transmissão, que derivam das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas. A inserção diferenciada dessas regiões no *boom* de comércio e das finanças internacionais no período 2003-07 foi determinante para o impacto heterogêneo da crise sobre as respectivas economias, e mesmo países com bons fundamentos macroeconômicos (e com grandes quantidades de divisas internacionais) não ficaram imunes aos impactos do choque externo (Prates, Bichara e Cunha, 2009).

A economia brasileira foi afetada pela crise internacional mediante vários mecanismos de transmissão, que atingiu diversos segmentos da economia em 2008 em *timings* e intensidades diferentes (IEDI, 2009). Segundo Carvalho (2009), muitos apontam para o plano das expectativas, contaminadas pela deterioração da economia internacional, como o principal canal de transmissão da crise americana. “As

empresas e bancos brasileiros, mesmo saudáveis e sem aparente motivo concreto, teriam compartilhado do clima de temor e desconfiança que existia externamente. A percepção de que a crise era muito mais grave e intratável lá fora teria se espalhado de forma exagerada”.

Contudo, apesar de inegável a influência do clima de incerteza que se estabeleceu no final de 2008, o presente capítulo tem por objetivo mostrar que houve também vias de transmissão bastante concretas, identificando as mais relevantes para a brusca desaceleração da economia brasileira entre o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009.

1.2. Principais canais de contágio da crise internacional na economia brasileira

1.2.1. Contas Externas:

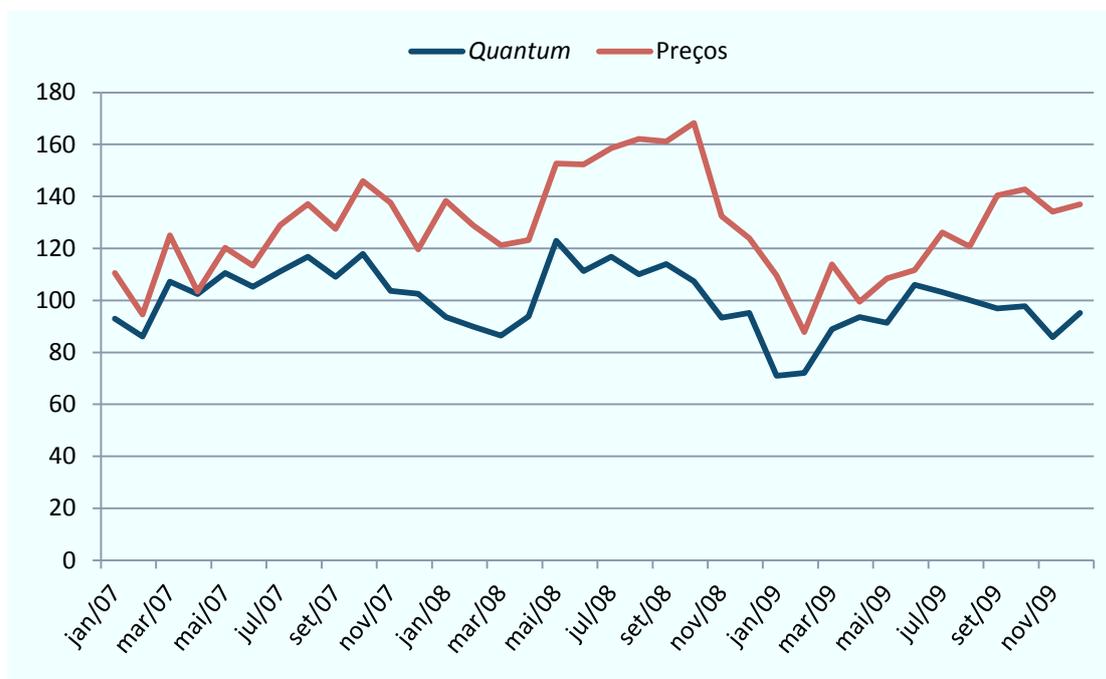
O efeito mais imediato da crise internacional ocorreu sobre as contas externas brasileira, com destaque para os resultados produzidos sobre a balança comercial, muito relacionado ao perfil estrutural da pauta exportadora (concentrada em produtos de baixo valor agregado) e importadora brasileira (com maior participação de bens manufaturados de maior conteúdo tecnológico), e aos mecanismos de transmissão da crise sobre os fluxos comerciais (Fundap, 2009b).

Países com elevada participação das *commodities* nas vendas ao mercado externo, como o Brasil, se beneficiaram do aumento dos preços dos produtos agrícolas, minerais, energéticos e *commodities* industriais no mercado internacional que vinha ocorrendo ao longo dos anos pré-crise, principalmente no ano de 2007. Tal aceleração neste ano pode ser interpretada já como um dos primeiros efeitos da crise financeira internacional, na medida em que os fundos de investimentos de perfil mais especulativo, em um contexto de queda da taxa de juros nos países centrais, como os EUA, ampliaram suas aplicações em mercados futuros de *commodities* a partir do segundo semestre de 2007 com o intuito de obter lucros e atenuar suas perdas nas aplicações vinculadas às hipotecas *subprime*, o que provocou o aumento das cotações (IEDI, 2009).

No entanto, já a partir de junho e julho de 2008, ou seja, antes do agravamento da crise no cenário econômico internacional em setembro com a falência do banco americano Lehman Brothers, os sinais de desaceleração nas economias centrais se tornaram mais evidentes, e a perspectiva de queda da demanda mundial

de bens e serviços provocou um movimento progressivo de redução do *quantum* exportado brasileiro (IEDI, 2009). O gráfico 1 abaixo mostra a dinâmica das exportações brasileiras entre 2007 e 2009:

Gráfico 1: Índice de *Quantum* e Preço das Exportações Brasileiras - Base: Média 2006 = 100



Fonte: Funcex. Elaboração própria

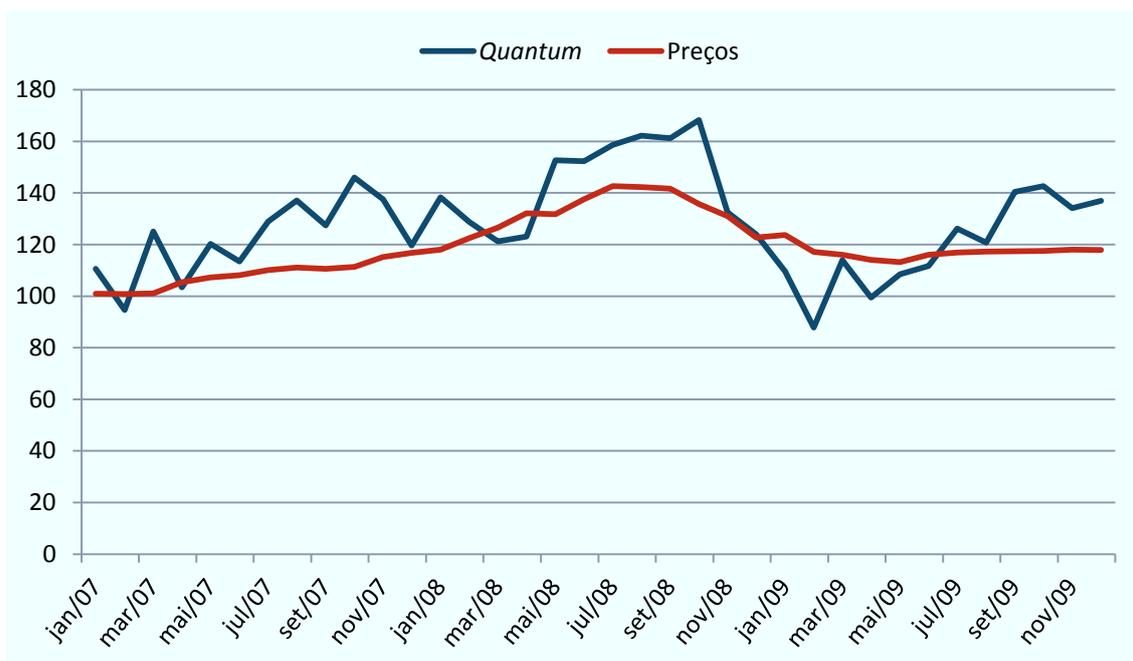
O *quantum* exportado brasileiro sofreu já uma contração no final de 2007 e início de 2008 em função principalmente da contração na economia americana – que em 2007 era ainda o principal parceiro comercial brasileiro - com o estouro da bolha imobiliária, apontando já os primeiros sinais da crise que se seguiria. Depois de uma ligeira recuperação no segundo trimestre de 2008, as exportações voltaram a cair novamente a partir do terceiro trimestre, quando a crise americana começou a se espalhar de forma mais rigorosa para os demais mercados, provocando uma redução mais intensa da demanda mundial. Já os preços, que seguiam uma tendência de alta (até que a perspectiva de queda da demanda mundial provocasse uma desaceleração também dos preços dos insumos de baixo valor agregado, Fundap 2009b), caíram bruscamente principalmente após a falência do Lehman Brothers e da reversão das expectativas de crescimento.

No caso brasileiro, entretanto, essa reviravolta nos mercados de *commodities* a partir do segundo semestre de 2008 (em especial no último trimestre) não foi suficiente para anular os ganhos obtidos no primeiro semestre desse ano. No acumulado de janeiro a dezembro (frente ao mesmo período do ano de 2007), as vendas ao exterior

criaram 23,1% em valor, devido a uma expansão de 26,3% dos preços das exportações, ante uma queda de 2,5% das quantidades vendidas (ver gráfico 3) (IEDI, 2009).

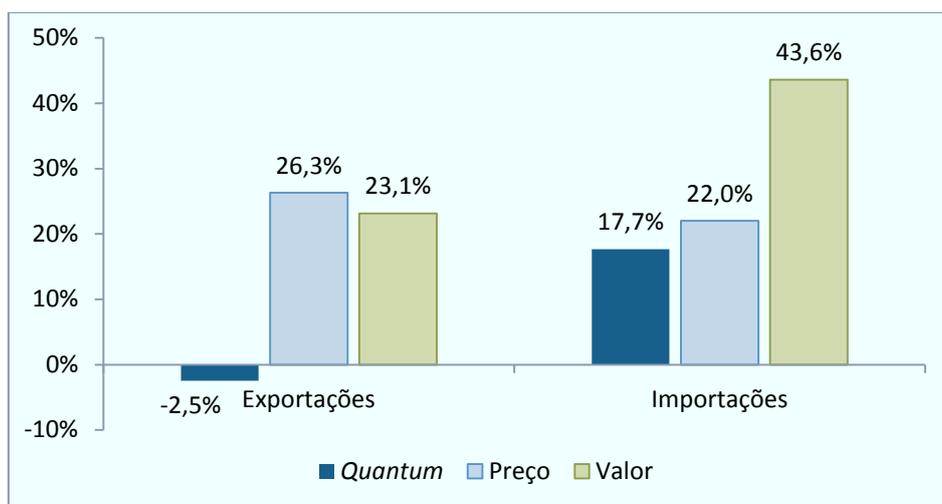
As importações, por outro lado, apesar de uma oscilação entre o final de 2007 e início de 2008 – mesmo período de queda das exportações – a partir de maio de 2008 iniciam uma trajetória de crescimento que perdurou até meados de outubro, quando a crise externa se agravava e se iniciava a depreciação cambial e queda do produto (ver gráfico 2). Como os produtos de maior valor agregado, cuja demanda possui uma elevada elasticidade-renda (Fundap, 2009a), apresentam uma grande participação na pauta importadora brasileira, a variação dos preços das importações não oscilou tão fortemente quanto os das exportações durante o acirramento da crise, conforme mostram os gráficos. Ao contrário das exportações, as importações apresentaram uma expansão do *quantum* no acumulado de janeiro a dezembro de 2008 (frente ao mesmo período de 2007), de 17,7%, enquanto os preços aumentaram 22,0% no mesmo período, o que resultou numa expansão de 43,6% das vendas ao exterior em valor (gráfico 3). Devido ao maior ritmo de crescimento das importações em relação às exportações, o saldo da balança comercial recuou 38% em 2008 (comparado à 2007) em termos de valor, mas ainda se manteve superavitária, num montante de US\$ 24,7 bilhões, patamar próximo ao de 2003. Contudo, vale destacar que a desvalorização cambial no último trimestre de 2008 teve um importante papel no desempenho da balança comercial (Fundap, 2009b).

Gráfico 2: Índice de *Quantum* e Preço das Importações Brasileiras - Base: Média 2006 = 100



Fonte: Funcex. Elaboração própria

Gráfico 3: Variação (%) das exportações e importações no acumulado do ano (2008/2007)



Fonte: Funcex. Elaboração própria

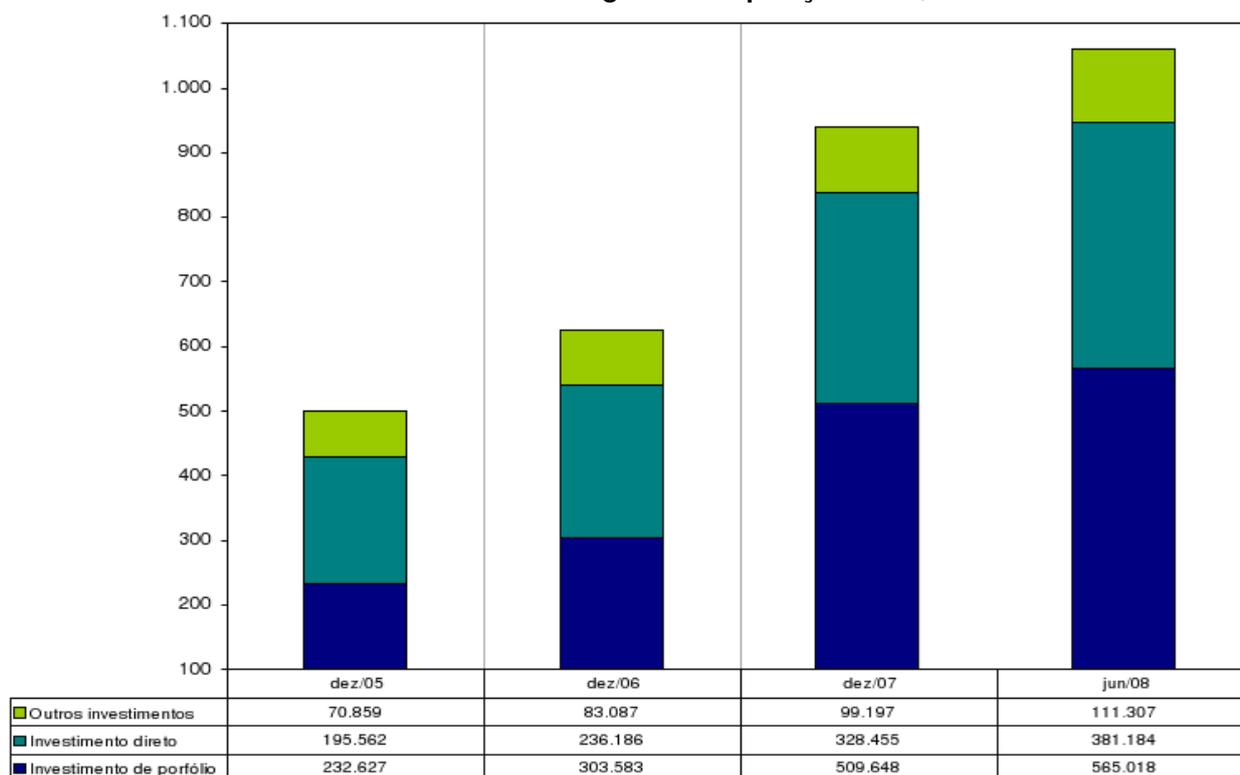
A crise também influenciou o balanço de pagamentos brasileiro mediante seu impacto sobre os fluxos de capitais. Talvez o sintoma mais aparente do aprofundamento da crise em setembro de 2008 foi a inversão do movimento financeiro, com fugas de capitais para as economias centrais, um dos principais determinantes da forte desvalorização cambial. A escassez de liquidez nos países desenvolvidos fez com que especuladores e empresas transnacionais vendessem seus ativos e posições nos mercados financeiros periféricos e repatriassem lucros a fim de fornecer dólares a suas matrizes. Com a existência de uma liberdade quase irrestrita de circulação de capitais, o estoque de ativos se transformou em uma fuga em massa de capitais no último trimestre de 2008 (Gentil & Maringoni, 2009).

As rendas de investimento registrou um déficit recorde em termos históricos em 2008 – de US\$ 41,101 bilhões, 38,2% superior ao registrado em 2007 – impulsionado pelas maiores remessas de lucros e dividendos por parte das filiais de empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo de compensar perdas em outros mercados e para atender à necessidade de “caixa” no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de crédito (IEDI, 2009). Já os fluxos financeiros contraíram-se 87,6% em 2008, na comparação com o ano anterior, sendo a queda mais intensa nos “investimentos de portfólio”, que registraram saída líquida de US\$ 767 milhões em função do resgate das aplicações em ações no país pelos investidores estrangeiros e do pagamento de títulos emitidos no exterior (Prates, 2010).

Portanto, a liquidação das aplicações de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior, surtiram grande impacto no balanço de pagamentos brasileiro (Gentil & Maringoni, 2009; IEDI, 2009). O crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores de *portfólio* em ações se mostrou, assim, um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do país, conforme mostra o gráfico 4 abaixo (IEDI, 2009).

O crescente montante do passivo externo pode ser caracterizado como reflexo das características estruturais brasileiras, como, por exemplo, o grau de internacionalização da estrutura produtiva e de abertura financeira, assim como de sua forte expansão nos últimos anos, em especial em 2007. A dimensão e composição do passivo externo brasileiro (com destaque para a crescente participação dos investimentos estrangeiros de *portfólio*) também condicionaram os efeitos da crise sobre o ingresso líquido de recursos externos e, assim, sobre a conta financeira do balanço de pagamentos. No acumulado de outubro a dezembro de 2008, a conta financeira registrou déficit de US\$ 21,536 bilhões, enquanto no ano como um todo o seu valor foi positivo em US\$ 31,895 bilhões, o que mostra a magnitude da reversão do fluxo de capitais no último trimestre de 2008 (IEDI, 2009).

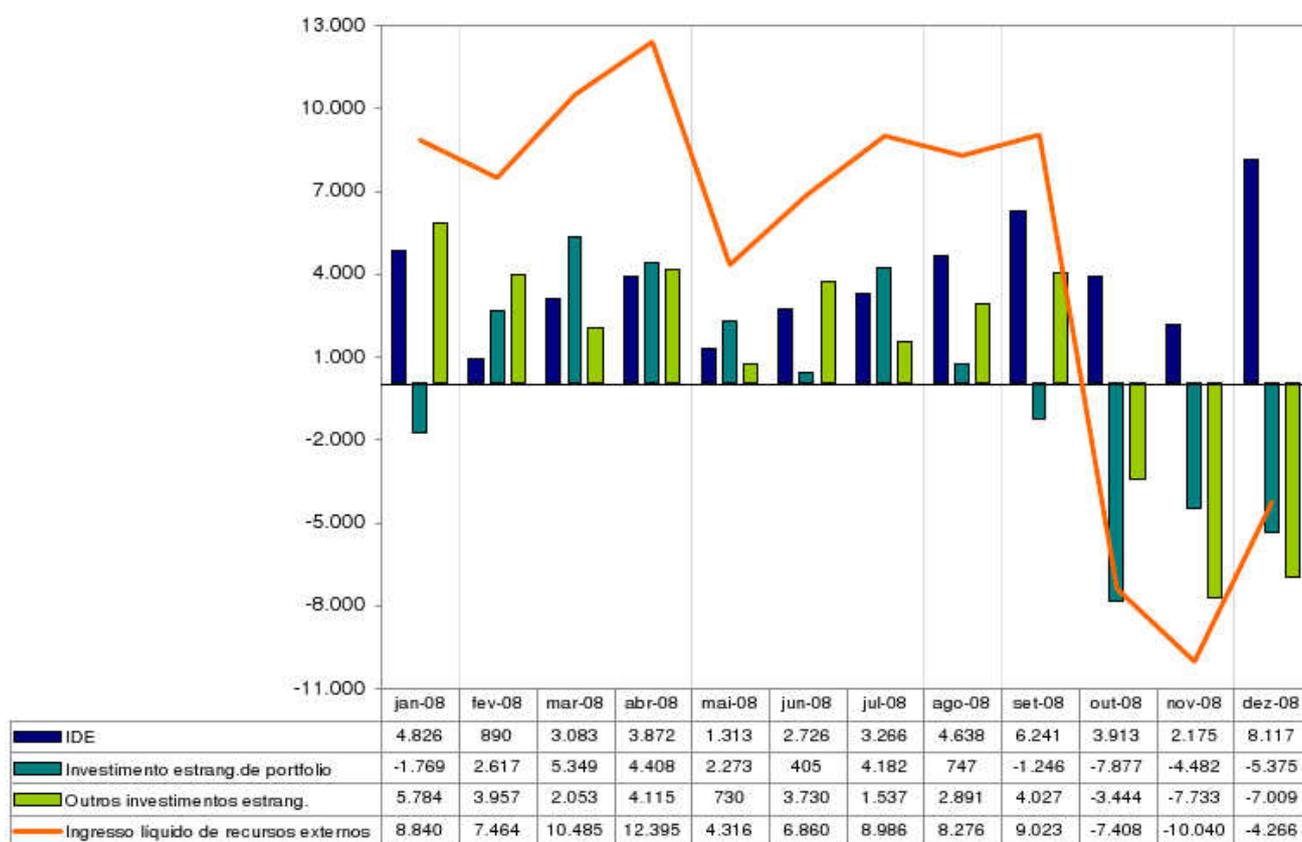
Gráfico 4: Passivo externo segundo composição – US\$ Bilhões



Extraído de IEDI, 2009, pp. 11. Fonte: BCB

No entanto, o que chama a atenção é que os fluxos de investimento direto externo (IDE) se mantiveram favoráveis no período mais intenso da crise (ver gráfico 5). Isso se deve ao fato desta modalidade de capital ter um perfil menos volátil e um comportamento menos dependente das mudanças de conjuntura, em função do caráter *ex-ante* das decisões de produção e investimento. Ademais, a venda de ativos no período de acirramento da crise levou a uma queda de seus preços, de modo que os investidores estrangeiros puderam aproveitar de alguns preços de liquidação (IEDI, 2009).

Gráfico 5: Ingresso líquido de capitais externos, principais modalidades – US\$ Milhões



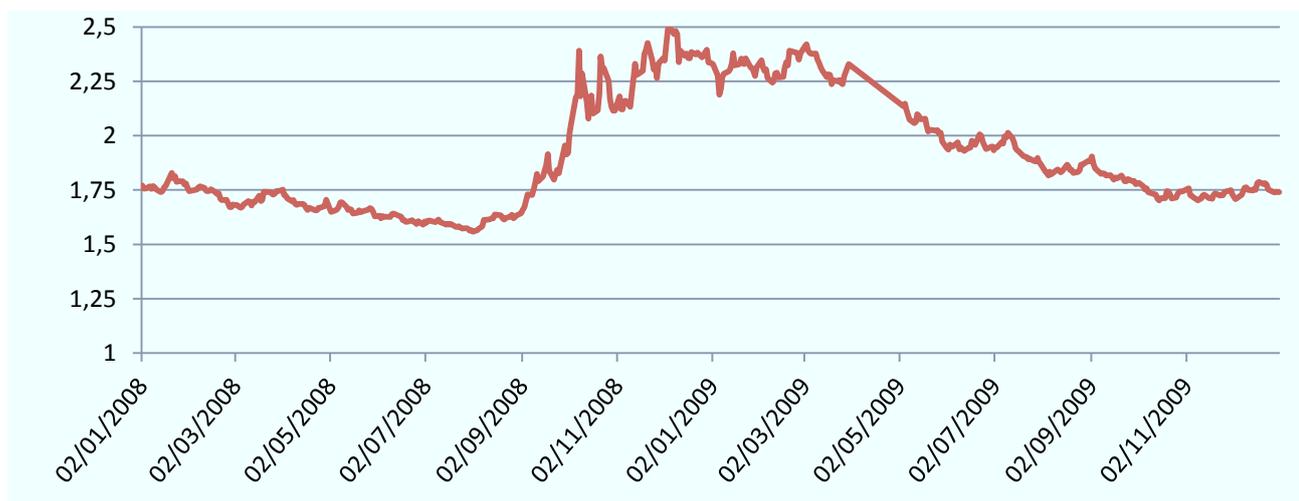
Extraído de IEDI, 2009, pp. 13. Fonte: BCB

“Após a falência do banco de investimento Lehman Brothers em meados de setembro, o forte aumento da aversão aos riscos desencadeou um movimento generalizado de fuga para a qualidade dos investidores globais e a virtual interrupção das linhas externas de crédito comercial, resultando na abrupta desvalorização das moedas de várias economias periféricas, dentre as quais o Brasil” (Freitas, 2009, pp. 131-132). A reversão dos fluxos de capitais em direção aos países centrais, no entanto, foi apenas o princípio do contágio da crise internacional sobre o câmbio. A inversão da tendência de apreciação da moeda brasileira frente ao dólar americano

resultou no acúmulo de enormes prejuízos pelas empresas envolvidas com derivativos cambiais, que num contexto de forte aversão ao risco reforçou a desvalorização do real. O índice Bovespa caiu mais de 50% entre maio e novembro de 2008 (passando de 73 mil pontos para cerca de 35 mil respectivamente), e o dólar sofreu expressiva valorização, chegando rapidamente ao patamar de R\$ 2,50 em outubro³ (Bacen, gráfico 6).

Ao contrário dos episódios anteriores de crises cambiais, porém, a economia brasileira se encontrava ao final de 2008 numa posição menos vulnerável, em função do estoque recorde de US\$ 207,5 bilhões de reservas internacionais (superior à dívida externa pública, de US\$ 78,4 bilhões) e da posição ativa em dólares nas operações de swaps⁴ cambiais, que tornaram o governo brasileiro em credor líquido em moeda estrangeira. Devido a estes novos condicionantes na história econômica recente do país, o Brasil não sofreu propriamente um ataque especulativo contra o real com o agravamento da crise financeira internacional (IEDI, 2009). Contudo, como diversas empresas brasileiras - algumas de grande porte - estavam envolvidas no mercado de derivativos cambiais, apostando na continuidade da valorização do real frente ao dólar americano, a mudança de tendência do câmbio a partir de setembro de 2008 fez com que essas empresas acumulassem enormes prejuízos, aumentando o efeito-contágio inicialmente das contas externas sobre a economia brasileira.

Gráfico 6: Taxa de câmbio nominal – R\$/US\$



Fonte: BCB. Elaboração própria

³ A título de comparação, o patamar da taxa de câmbio em 01/08/2008 chegou a R\$ 1,55 (Fonte: Bacen)

⁴ Segundo a tese de doutorado da Prof. Dra. Maryse Farhi, “um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar entre si ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado. Existem dois tipos básicos de *swaps*. O primeiro é o *swap* de juros que envolve a troca de fluxos financeiros expressos na mesma divisa. O segundo é o *swap* de câmbio ou de divisas expresso em moedas diferentes. (...) Nos *swaps* de câmbio são trocados compromissos de pagamento em duas divisas diferentes que cobrem os juros e o capital total da operação, ou apenas este último (*swap* de divisas)”.

1.1.1. Derivativos Cambiais:

Segundo definição do BIS (Bank for International Settlements, 1995), presente em Farhi (2010, pp. 210), os derivativos financeiros são “instrumentos construídos sobre valores de referência (os ativos subjacentes), dos quais seus preços “derivam”. Constituem compromissos de compra e de venda assumidos no presente para liquidação num futuro predeterminado e a um preço combinado, no presente, entre os agentes”. Introduzidos nos mercados pela necessidade de proteção dos agentes contra a volatilidade das principais variáveis econômicas, especialmente das taxas de juros e de câmbio, os derivativos financeiros foram rapidamente absorvidos à medida que se revelaram também um instrumento privilegiado de especulação (Farhi, 2010).

Sua acentuada expansão, principalmente a partir do final da década de 1990 e por meio da modalidade de crédito, permitiu que os “bancos retirassem riscos de seus balanços, ao mesmo tempo em que as instituições financeiras não bancárias passaram a ter novas formas de assumir exposição aos riscos e rendimentos do mercado de crédito”. Quando a crise vinculada às hipotecas de alto risco eclodiu na economia americana em meados de 2007, houve um enorme acréscimo no valor desse tipo de derivativo (de crédito), que “resultou num aumento repentino da percepção de riscos de crédito adicionais, num montante desconhecido, e contribuiu para uma virtual paralisação das operações interbancárias” (Farhi, 2010, pp. 217).

Nas economias emergentes, dentre elas o Brasil, o papel dos derivativos na amplificação da crise financeira internacional também ocorreu. Porém, contrariamente às economias desenvolvidas, não foram os derivativos de crédito os principais impulsores da crise financeira, mas sim os derivativos ligados à taxa de câmbio. De acordo com Farhi (2010, pp 219):

“Num período de forte instabilidade financeira, os derivativos que provocam maior impacto macroeconômico são sempre os que estão vinculados ao ativo considerado como sendo de maior risco numa economia. Nas economias emergentes, dotadas de moeda inconvertível, a instabilidade financeira extremada leva à percepção de riscos elevados que permanecem concentrados na taxa de câmbio. Após a falência do banco de investimento americano Lehman Brothers, isso ocorreu apesar do fato de que diversas dessas economias tinham reduzido enormemente sua vulnerabilidade externa e construído elevadas reservas em divisas”.

No Brasil, os ativos financeiros e o real continuaram sua trajetória de valorização mesmo quando a crise vinculada às hipotecas *subprime* já se fazia sentir

nas economias centrais, em particular nos EUA, a partir de meados de 2007. Dentre os fatores que explicam essa trajetória, encontram-se a elevação da classificação de risco de crédito do Brasil para grau de investimento - concedido pela agência internacional Standard & Poors e pela agência Fitch no final de abril e maio, respectivamente – a desvalorização do dólar americano e a alta dos preços das *commodities* nos mercados internacionais (que refletia tanto a desvalorização da moeda americana quanto a queda dos juros das economias desenvolvidas). No entanto, quando a crise se aprofundou em setembro de 2008 e assumiu proporções sistêmicas, provocando pânico entre os investidores e forte aumento da aversão ao risco, tanto os ativos financeiros como as moedas das economias periféricas (independente da sua posição hierárquica dentro do sistema monetário e financeiro internacional; Prates e Cintra, 2008) tornaram-se importantes alvos de fuga para a qualidade dos investidores (Farhi, 2010). Em algumas dessas economias, como o Brasil, a desvalorização dos ativos e do câmbio foi extremamente acentuada.

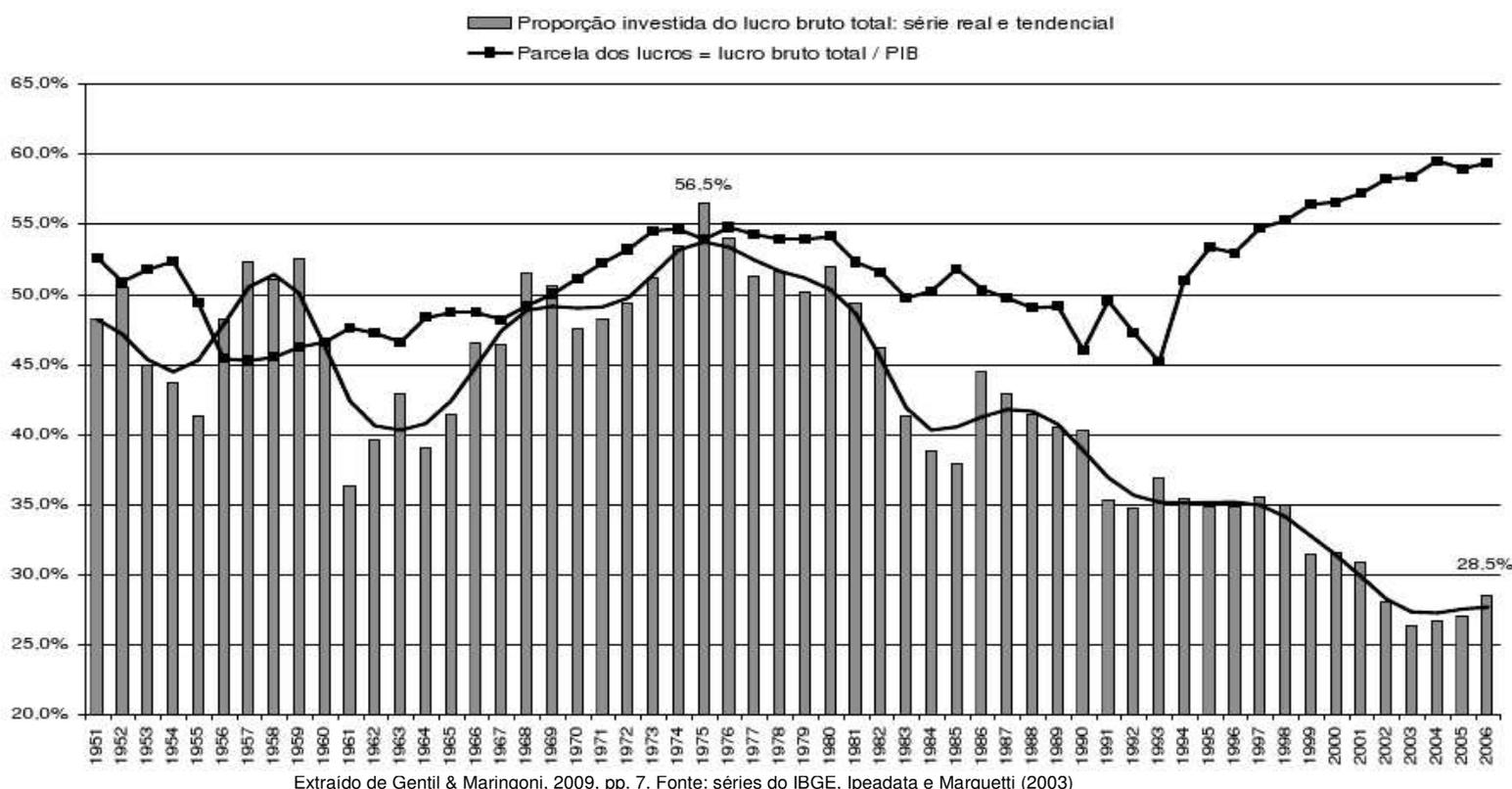
Foi neste momento que as desvalorizações cambiais obrigaram algumas grandes empresas de países emergentes a divulgar enormes perdas financeiras em operações com os bancos, envolvendo contratos de derivativos de câmbio. “As notícias diziam respeito a complexos contratos pelos quais essas empresas tinham assumido uma posição vendida em dólar americano contra suas moedas nacionais, que gerariam lucros em caso de continuidade da apreciação cambial e prejuízos numa desvalorização” (Farhi, 2010, pp.224). Ainda segundo Farhi e Borghi (2009, pp 172):

“As empresas, caracteristicamente produtivas e crescentemente financeiras, enxergaram uma possibilidade de ganho não operacional com esses instrumentos, para além do que representaria uma garantia contra a volatilidade de preços. Isto é, aproveitando-se da elevada alavancagem permitida pela própria existência dos derivativos, em que se pode adquirir, no futuro, um ativo que não se deseja receber, e vender a descoberto outro que não se possui *ex ante*, elas, de fato, não se restringiram ao *hedge*, mas, sim, especularam ao apostarem em determinada direção do comportamento futuro de um ativo sem nenhum tipo de cobertura”.

Essas empresas haviam realizado tais operações (em montantes elevados) aparentemente no primeiro semestre de 2008, período em que o dólar sofreu forte desvalorização em relação às demais moedas, o que também contribuiu para a alta dos preços das *commodities*, expressas em dólar. Porém, quando a crise se aprofundou no último trimestre de 2008, o dólar americano voltou a se apreciar internacionalmente (fuga para a qualidade) e o preço das *commodities* caiu fortemente, e foi neste momento que as empresas que haviam feito apostas

especulativas somaram enormes prejuízos (Farhi e Borghi, 2009). No Brasil, diante da continuidade do processo de desregulamentação financeira - iniciado nos anos 1990 - durante o governo Lula, uma parcela importante das empresas brasileiras e das empresas transnacionais ligadas diretamente ao setor produtivo iniciou uma mudança significativa na estrutura de rentabilidade. Estas passaram a se desvincular cada vez mais da esfera produtiva a favor da esfera financeira como forma de obter mais lucros, passando a se comprometer com operações especulativas típicas das instituições financeiras (Gentil & Maringoni, 2009). O gráfico 7 mostra esse movimento de crescimento da participação dos lucros no PIB e a queda na proporção investida do lucro bruto total na economia brasileira, em função do aumento dos ganhos dirigidos a atividades não produtivas.

Gráfico 7: Participação do lucro no PIB e proporção investida do lucro



A tabela abaixo mostra as perdas com derivativos ligadas à alta do dólar, até 14 de outubro de 2008, de algumas das principais empresas de economias emergentes. Apesar dos ramos de atuação das empresas listadas serem diversos, destaca-se o fato de que a maioria das empresas afetadas serem exportadoras, ou seja, aquelas que mais sofrem o impacto de uma apreciação de suas moedas nacionais (Farhi e Borghi, 2009). O grande montante dos prejuízos, muito superiores aos volumes das exportações dessas empresas, “demonstra claramente que, diante

da perda de competitividade das exportações, elas lançaram mão dessas operações com derivativos não somente para cobrir os riscos da variação cambial, mas também para realizar ganhos financeiros, ou seja, para especular (e, assim, atenuar essa perda. Farhi, 2010, pp. 224)”.

A Sadia, por exemplo, divulgou uma perda relacionada aos instrumentos de derivativos de R\$ 777,4 milhões no terceiro trimestre de 2008, sendo a maior parcela oriunda das operações especulativas com câmbio e uma parcela menor de aplicações em títulos do Lehman Brothers. Já a Aracruz, uma das empresas brasileiras mais expostas ao risco por suas operações com derivativos, somou perdas de US\$ 2,13 bilhões ao liquidar 97% de suas posições. E o Grupo Votorantim, por sua vez, acumulou prejuízo de R\$ 2,2 bilhões (Farhi e Borghi, 2009).

Tabela 1: Prejuízos de empresas com derivativos ligados à alta do dólar

| Empresa | País | Setor | Perdas (milhões de dólares) |
|---------------------------------|-----------|-----------------------|-----------------------------------|
| Citic Pacific | Hong Kong | Infraestrutura | -2.400 |
| Controladora Comercial Mexicana | México | Varejo | -2.200 |
| Aracruz | Brasil | Celulose | -2.130 |
| Grupo Votorantim | Brasil | Diversificado | -1.040 |
| Cemex | México | Cimento | -711 |
| Gruma | México | Alimentos de milho | -684 |
| China Cosco Holdings Co. | China | Construção naval | -577 |
| Air China Ltd. | China | Companhia aérea | -450* |
| Sadia | Brasil | Alimentos processados | -360 |
| Alfa | México | Diversificado | -273 |
| Vitro | México | Vidro | -227 |

Extraído de Farhi e Borghi, 2009, pp. 176. Fonte: Elaboração própria

Num cenário de grande aversão ao risco dos agentes econômicos, os anúncios de grandes perdas nas principais empresas das economias emergentes agravaram ainda mais suas situações macroeconômicas, dado que até aquele momento os agentes apontavam a redução dos fluxos de entrada de capitais externos, o aumento de sua saída e a deterioração da balança comercial como sendo os principais canais de transmissão da crise internacional para essas economias (Farhi, 2010). Contudo, as incertezas sobre a capacidade dessas empresas de honrar com suas dívidas e sobre a situação dos bancos com os quais essas operações de derivativos tinham sido

realizadas provocou uma crise de confiança generalizada, semelhante ao que já ocorria nas economias desenvolvidas. Como consequência, “a liquidez nas operações interbancárias evaporou-se e a concessão de crédito às empresas sofreu drástica redução” (Farhi, 2010, pp. 225), constituindo assim, outro importante canal de contágio da crise externa. De acordo com Farhi e Borghi (2009, pp 181):

“O conjunto dessas perdas de empresas brasileiras e de outras economias emergentes foi anunciado em um período de acirramento da crise internacional e de forte elevação da aversão aos riscos. Nesse contexto, os impactos macroeconômicos desses prejuízos acentuaram-se muito. Em primeiro lugar, porque provocaram forte elevação da volatilidade e da desvalorização das moedas nacionais que já vinham sofrendo das repercussões da crise internacional. Em segundo, tais prejuízos passaram a constituir um risco de crédito, já que os bancos poderiam não receber das empresas. Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator suplementar para o forte empocamento de liquidez nas operações interbancárias e a acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, mesmo nas que possuem um sistema bancário que não estava ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional”.

1.2.2. Escassez de crédito:

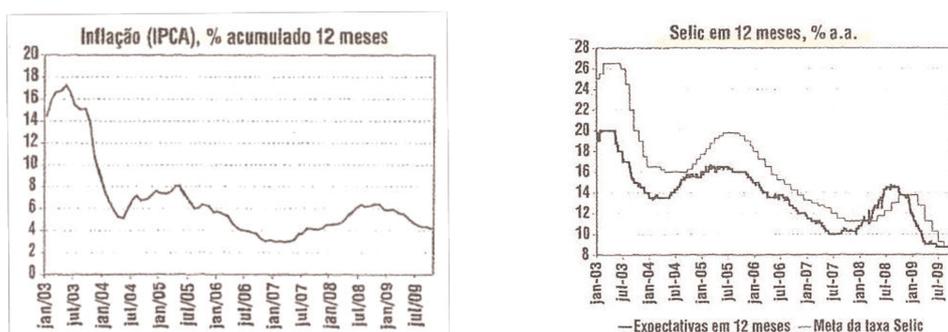
Desde a adoção do Plano Real em 1994, o ambiente competitivo do sistema bancário brasileiro sofreu importantes transformações que se traduziu num aumento da solidez e num avanço em nível de sofisticação das instituições. Contudo, até meados de 2003 o sistema bancário nacional não revelou grandes mudanças na forma de agir com relação ao padrão dos anos de alta inflação, buscando sempre a preferência pela liquidez e priorizando as aplicações em títulos públicos *vis-à-vis* a concessão de crédito (Freitas 2009).

A partir de 2003, no entanto, com a mudança favorável do cenário econômico global, os bancos brasileiros começaram a ampliar a oferta de crédito ao setor privado como forma de aumentar suas participações de mercado e suas margens de lucro. “Esse cenário de menor volatilidade macroeconômica e de expectativas de redução nas taxas básicas de juros – e consequente diminuição dos ganhos com as operações de tesouraria – induziu os bancos a redefinirem suas estratégias operacionais, priorizando a expansão do crédito” (Freitas, 2009, pp. 129). “Do lado da oferta de crédito, os bancos – sobretudo os privados e, no âmbito destes, os nacionais –

identificaram na ampliação desses empréstimos um enorme potencial de ganho, diante das expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula” (Prates, 2010, pp. 139).

O ambiente macroeconômico favorável dos anos pré-crise, notadamente com a queda das taxas de inflação e dos juros básicos da economia brasileira (gráfico 8), foi possível – entre outros determinantes – graças a trajetória de apreciação do real entre 2003-08. Para uma economia como a brasileira, historicamente suscetível a episódios de vulnerabilidade externa, a estabilização cambial revelou-se fundamental para a conformação de um ambiente mais propício à expansão das operações financeiras. “Não apenas como custo em si (de eventuais captações externas), mas também por conta de suas ligações com outras variáveis (...), o movimento de forte apreciação cambial é condicionante essencial da mais longa fase de expansão do crédito ao setor privado na história da economia brasileira” (Prates, 2010, pp.138).

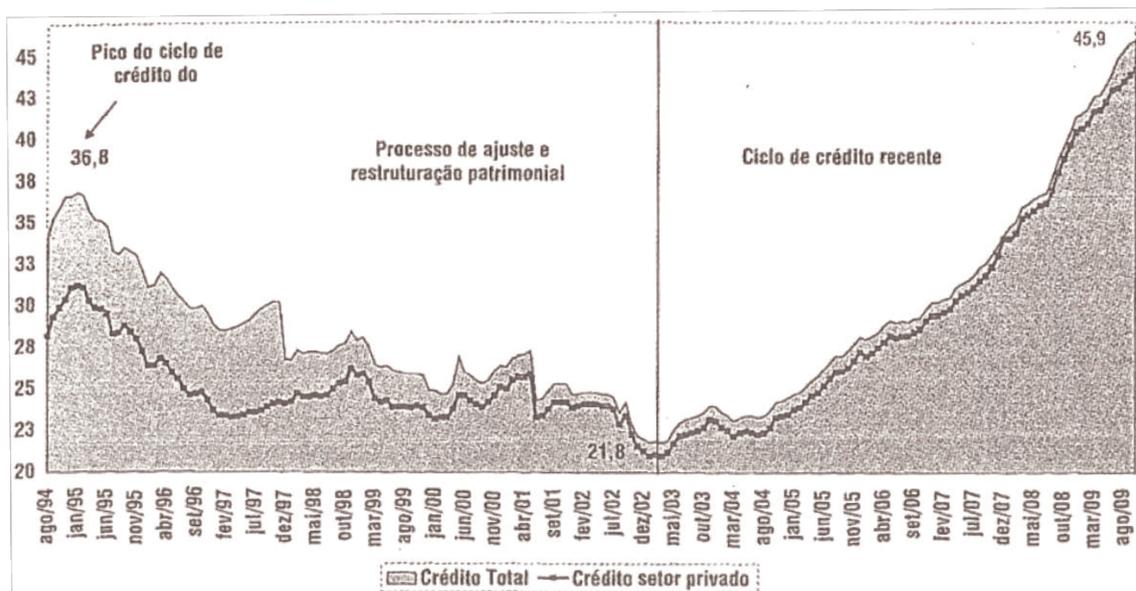
Gráfico 8: Ambiente macroeconômico



Extraído de Prates, 2010, pp. 136-137. Fonte: BCB

Associada, pelo lado da oferta, à emergência de uma nova fase de maior consentimento por operações de risco e de abundância de fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, a maior disposição pelo lado da demanda em contratar empréstimos, mesmo a taxas ainda muito altas, provocou uma enorme expansão de operações de crédito às pessoas físicas (Prates, 2010). “A participação do crédito às pessoas físicas no estoque total das operações de crédito do sistema financeiro começou a se elevar em 2003, tendência que se reforçou com a ampliação da massa de rendimento a partir de 2004 e se manteve até 2007” (Freitas, 2009, pp. 129).

Gráfico 9: Evolução do crédito total e para o setor privado – em % do PIB



Extraído de Prates, 2010, pp. 136. Fonte: BCB

Porém, quando a crise financeira americana se espalha de forma sistêmica no final de 2008, o efeito-contágio sobre o mercado de crédito brasileiro se intensificou uma vez que as instituições bancárias haviam adotado riscos excessivos na fase recente de expansão do ciclo de crédito (gráfico 9), enquanto buscavam ampliar suas fatias de mercado e seus lucros. O efeito-contágio ocorreu particularmente por duas características do sistema financeiro nacional: seu elevado grau de internacionalização e a existência de mercados de derivativos cambiais. Estas duas particularidades estão relacionadas entre si uma vez que a grande presença dos bancos internacionais na economia brasileira, com experiência na montagem de operações com instrumentos derivativos, contribuiu para o desenvolvimento deste mercado. “Foram estas instituições que introduziram no país os complexos contratos de derivativos de balcão, bem como os empréstimos vinculados a derivativos cambiais, produtos que, dada a dinâmica da concorrência bancária, foram rapidamente imitados e difundidos pelos bancos brasileiros” (Prates, 2010, pp. 147).

Os bancos internacionais, diante da necessidade de acumular recursos para fazer frente às perdas nos mercados vinculados aos títulos “podres” americanos, contraíram tanto os créditos externos quanto aqueles destinados às atividades no mercado doméstico. Dada sua importância no sistema financeiro brasileiro, a redução dos empréstimos às pessoas físicas e jurídicas assim como a liquidação das suas aplicações financeiras tiveram grande impacto na contração do crédito para a economia brasileira (Prates, 2010).

Contudo, não foram somente os bancos estrangeiros que contraíram suas linhas de crédito. Os bancos nacionais também foram afetados pela crise principalmente pelo seu envolvimento com os derivativos cambiais. Quando se acentuou os rumores sobre as volumosas perdas de empresas nacionais com esse tipo de ativo financeiro, a crise de confiança que se instalou no mercado de crédito bancário resultou numa paralisa dos negócios no interbancário e numa forte deterioração das condições de crédito às empresas e famílias. Como as instituições de pequeno e médio porte, principalmente, dependem da captação de recursos no interbancário e da concessão de crédito para dar continuidade às suas operações, estes foram os mais contagiados pela crise internacional (Prates, 2010). “Os bancos pequenos e médios foram os mais afetados pelo “empoçamento” da liquidez, pois não dispunham de uma ampla base de depositantes e dependiam da captação de recursos no interbancário e da cessão de crédito para dar continuidade às suas operações ativas” (Freitas, 2009, pp. 133).

Assim, com a contração do crédito e dos canais de investimento, o efeito-contágio da crise passou da esfera financeira para a economia real. Como resumiu Freitas (2009, pp 132):

“A crise internacional atingiu a economia brasileira em um momento de auge, quando completava uma sequência de seis trimestres de crescimento em aceleração. Nesse contexto, no qual as empresas produzem mais e planejam novos investimentos, o crédito bancário é essencial tanto para o giro como para a expansão da produção. Na reversão das expectativas, os bancos reagiram com excesso de prudência e retraíram fortemente o crédito, levando as empresas a rever os planos de produção e de investimento. O resultado foi a rápida desaceleração da atividade econômica no último trimestre do ano”.

1.2.3. Nível de atividade:

No período pré-crise, os analistas de mercado viam o papel do sistema financeiro internacional no desenvolvimento econômico como uma relação cíclica entre a desregulamentação financeira e o crescimento mundial. O elevado dinamismo econômico tanto da periferia como das economias centrais davam credibilidade ao *mainstream*, na crença de que “na globalização, sob a égide da desregulamentação das finanças, a farta oferta de crédito e a expansão dos ativos beneficiavam a “economia real”” (Fundap, 2011, pp. 152).

Durante esse período, ficou evidente um progressivo processo de descolamento entre a valorização dos ativos financeiros e os volumes de produção e comércio mundiais. Até o estouro da bolha imobiliária americana em 2007, essa expansão do uso e do valor dos ativos financeiros parecia reproduzir-se quase que automaticamente: as expectativas altistas nos mercados eram reforçadas pelas opiniões das agências de classificação de riscos, que legitimavam as inovações financeiras, o processo de securitização das dívidas e, assim, criavam a relação de confiança entre os diversos agentes – bancos comerciais, de investimento, corretoras, investidores privados e públicos, etc (Fundap, 2011).

Com capital financeiro abundante e a procura de rentabilidade, num contexto de ampla liquidez internacional, as empresas aumentaram as decisões de investimento e abriram espaço para contração de mais dívidas. Porém, quando a crise se expandiu de forma mais intensa no último quarto de 2008, o ambiente de negócios deteriorou-se rapidamente em função do choque nas bases de sustentação do crescimento dessas empresas: a mudança nas condições de financiamento, a forte desvalorização de seus ativos e a queda da demanda externa (Fundap, 2009a, Fundap, 2011).

No Brasil, a queda do PIB no último trimestre de 2008 revela o contágio da crise externa no país. Na variação trimestral, o produto interno bruto brasileiro recuou 3,6% (ver tabela 2) ante o terceiro trimestre, revertendo as taxas praticamente constantes de crescimento dos trimestres anteriores. Dentre os setores produtivos da economia, a indústria foi a mais fortemente afetada, recuando 7,4% do terceiro para o último quarto de 2008, enquanto agropecuária e serviços contraíram apenas 0,5 e 0,4%, respectivamente.

Tabela 2: PIB – Brasil (variação trimestre contra trimestre anterior)

| Produto Interno Bruto | 1 tri 07 | 2 tri 07 | 3 tri 07 | 4 tri 07 | 1 tri 08 | 2 tri 08 | 3 tri 08 | 4 tri 08 |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| PIB a Preços de Mercado | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | -3,6 |
| Agropecuária | 1,5 | -3,0 | 6,9 | 2,4 | -1,3 | 3,0 | 1,3 | -0,5 |
| Indústria | -1,1 | 2,6 | 1,0 | 1,4 | 2,4 | -0,2 | 3,6 | -7,4 |
| Serviços | 2,7 | 0,3 | 0,5 | 2,7 | 1,4 | 0,9 | 0,8 | -0,4 |
| Valor Adicionado | 1,5 | 0,9 | 1,2 | 2,1 | 1,3 | 1,2 | 1,5 | -2,7 |
| Consumo das Famílias | 2,5 | 1,0 | 0,9 | 2,7 | 1,5 | 0,7 | 2,1 | -2,0 |
| Consumo do Governo | 2,5 | 1,4 | -0,4 | 0,6 | 4,1 | -0,2 | 1,6 | 0,5 |
| Formação Bruta de Capital Fixo | 3,6 | 2,6 | 5,3 | 3,8 | 2,8 | 3,5 | 8,4 | -9,8 |
| Exportações | 1,4 | -0,3 | -0,3 | 6,1 | -6,2 | 3,9 | -1,4 | -2,9 |
| Importações | 5,5 | 2,4 | 8,3 | 5,5 | 1,3 | 8,6 | 6,4 | -8,2 |

Extraído de Fundap, 2011, pp. 165. Fonte: Contas Nacionais, IBGE

A indústria, dada sua importância na economia pela sua integração com os demais setores (produz máquinas e insumos para a agropecuária e demanda serviços especializados do setor terciário) e pelo seu papel fundamental como indutora do crescimento (Fundap, 2009a; Fundap, 2011), se torna na maioria dos casos o setor que mais sente os impactos de uma reversão do ciclo econômico, principalmente quando o mercado de crédito é afetado, como ocorreu na recente crise financeira internacional. A queda da demanda externa, as perdas oriundas do mercado de ativos financeiros e a interrupção dos canais de crédito afetaram fortemente a expectativa dos investidores e suas decisões de investimento, causando grande impacto no setor produtivo brasileiro.

A expressiva queda da formação bruta de capital fixo (9,8%) do terceiro para o quarto trimestre de 2008, momento em que a crise se torna mais intensa, revela que o investimento é a variável mais sensível ao ciclo econômico (Fundap, 2011). Os canais de contágio apontados anteriormente impactaram de forma decisiva a confiança dos empresários, que frearam os ritmos de investimentos. A consequência natural foram os efeitos macroeconômicos, como a redução do nível de emprego e a contração da produção corrente.

De acordo com Gentil & Maringoni (2009), os principais fatores que causaram a retração da indústria foram: (i) acúmulo de estoques indesejáveis (cancelamento de encomendas); (ii) contração brusca de crédito, afetando os investimentos e deteriorando as expectativas; (iii) redução das exportações, em função da contração do comércio mundial. “Com elevação dos estoques, as montadoras interromperam a produção nos dois últimos meses do ano, afetando toda a cadeia produtiva” (Freitas, 2009, pp. 133).

Capítulo 2: A resposta de política do governo brasileiro

A despeito de ter acionado poucos mecanismos anticíclicos relativamente a outros países, o declínio de apenas 0,2% do PIB brasileiro em 2009 foi indicativo da força de uma economia que, em contraste com experiências passadas, conseguiu evitar uma recessão mais profunda (Almeida, 2010).

“Between the last quarter of 2008 and the first quarter of 2009, the economy was sharply affected by the international financial crisis. Despite this fact, countercyclical measures adopted by central government and the internal market dynamism have stimulated economic recovery” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 9).

O impacto da crise financeira internacional e o sucesso da resposta brasileira representam em diversos aspectos um rompimento com o passado. Em períodos anteriores, principalmente antes de 2002-03, as turbulências internacionais rapidamente resultavam em crises cambiais nas economias periféricas, que logo afetavam também o sistema financeiro e a economia real, forçando estes países a adotarem políticas de austeridade como forma de reconquistar a credibilidade dos mercados financeiros (OIT, 2011).

O aumento da capacidade de resistência da economia brasileira (assim como de outras economias em desenvolvimento) às turbulências externas decorreu, em parte, da melhora nos fundamentos macroeconômicos, particularmente, da redução da vulnerabilidade externa do setor público associada tanto ao aumento das reservas internacionais, como à queda da dívida externa pública (que tornaram o país credor em moeda estrangeira a partir de janeiro de 2006). Outro fator favorável foi o superávit primário significativo nos anos que antecederam a crise (OIT, 2011).

A melhora das condições macroeconômicas do país não apenas conteve um impacto maior do choque externo, mas também abriu espaço para a implementação de políticas de estímulo à atividade econômica. Mais ainda, permitiu que o Brasil enfrentasse o efeito-contágio da crise sem a necessidade de recorrer aos empréstimos de órgãos financeiros internacionais, como o FMI, tendo de se submeter às suas condicionalidades. Isso foi de extrema importância, pois permitiu ao país um maior grau de liberdade para adotar políticas anticíclicas, destinadas a suavizar os impactos negativos da crise externa (OIT, 2011).

De acordo com Cunha, Prates e Filho (2011, pp 10):

“Besides the better macroeconomic fundamentals, the greater room for manoeuvring of Brazil (and other emerging countries) to pursue countercyclical economic policies, contrary to the standard economic policy adopted in previous situations of currency instability, seems to be also related with two others dimensions of the recent crisis: (i) its origin on the center of the system, the United States; and (ii) the adoption of countercyclical policies by advanced economies.

In previous crises, the adoption of pro-cyclical policies by developing countries were also designed to regain the credibility of financial markets and, so, were seen as a precondition for the return of external capital flows. In the last crisis, given its systemic nature, governments of emerging countries seem to be aware that pro-cyclical policies would be totally innocuous to attract those flows, besides contributing to aggravate the consequence of the external shock, by creating a vicious cycle between currency depreciation, credit contraction, asset deflation, drop on economic activity and less capacity to pay debt by firms. Therefore, although they were, once again, business cycle takers, Brazil (as others emerging market countries) were able to be, for the first time, policy makers. Furthermore, the fact that even the advanced economies, the epicenters of the crises, had implemented countercyclical policies, may have contributed to increase the emerging countries degree of freedom to adopt the same kind of policies”.

O objetivo deste capítulo é mostrar as principais políticas adotadas pelo governo brasileiro como resposta ao agravamento da crise externa no último trimestre de 2008, e que resultaram na rápida recuperação da economia nacional já a partir do segundo trimestre de 2009.

2.1. Política creditícia:

Particularmente no caso da economia brasileira, o efeito-contágio da crise a partir de setembro, embora tenha afetado num primeiro momento as contas externas do país, se mostrou especialmente intensa no mercado de crédito, que sofreu uma forte contração. Dada a incerteza em relação ao impacto da crise nas condições financeiras das empresas e das instituições financeiras – relacionadas aos prejuízos financeiros em operações com derivativos cambiais após a desvalorização do real, os bancos cortaram o crédito destinado às companhias, às pessoas físicas e também ao mercado interbancário. Neste contexto, o governo se viu obrigado a agir prontamente e adotar uma série de medidas para restaurar a liquidez na economia e resolver a situação de empocamento de liquidez (OIT, 2011).

Segundo OIT (2011, pp 36), são seis as medidas (listadas abaixo) mais importantes adotadas pelo governo federal:

- Em 24 de setembro de 2008, o BCB decidiu prorrogar o prazo de implementação do aumento do percentual de depósito compulsório das empresas de leasing. De acordo com o cronograma estabelecido pelo BCB em janeiro de 2008, esse percentual passaria de 15 para 20% em novembro e para 25% em janeiro de 2009. Estas mudanças foram adiadas para janeiro e março de 2009, respectivamente. Em 12 de outubro de 2008, o BCB também estabeleceu que as empresas de leasing poderiam deduzir do recolhimento compulsório os valores referentes à aquisição de moeda estrangeira do BCB, que seriam formalizadas por meio de um compromisso de revenda pela instituição financeira e de recompra pelo Banco Central (BCB).
- De setembro a dezembro de 2008, o BCB reduziu o percentual de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e a prazo e das exigibilidades adicionais incidentes sobre os depósitos à vista, a prazo e de poupança. As regras referentes a essas exigibilidades também se alteraram: após 1º de dezembro de 2008, os recolhimentos não poderiam mais ser realizados em dinheiro, mas sim em títulos públicos federais indexados à taxa de juros. Com esta mudança, o BCB tentou garantir que a demanda por esses títulos não fosse afetada pela redução do percentual de recolhimento incidente sobre os depósitos a prazo. As reservas compulsórias foram reduzidas em R\$99,8 bilhões (US\$54,2 bilhões) e a disponibilidade de liquidez para instituições de menor porte elevada em R\$41,8 bilhões (US\$22,7 bilhões) no último trimestre de 2008. Ao relaxar as exigências relacionadas aos recolhimentos compulsórios, o BCB ampliou o volume de recursos disponíveis para empréstimos por parte das instituições financeiras.
- Em 2 de outubro de 2008, com o fim de estimular as compras de carteiras de crédito de bancos de pequeno e médio porte por bancos de grande porte, o BCB autorizou os bancos a deduzirem 40% do compulsório de depósitos a prazo para compras de carteiras de crédito de instituições financeiras (com valor líquido de até R\$2.5 bilhões, ou US\$1.4 bilhões). Em 13 de outubro de 2008, o BCB mais uma vez mudou as regras para o recolhimento de compulsório dos depósitos a prazo, aumentando o percentual de recursos que os bancos poderiam deduzir para a compra de carteiras de crédito de outros bancos de 40 para 70%. O BCB também ampliou o leque de ativos elegíveis que os bancos poderiam comprar com depósitos compulsórios: títulos de

carteiras de fundos de investimento, instrumentos de renda fixa emitidos por entidades privadas não-financeiras, direitos creditórios de companhias de leasing, etc.

- O Governo criou uma nova linha de assistência à liquidez por meio da qual o BCB pode adquirir carteiras de crédito de instituições financeiras. O objetivo era ampliar a capacidade do BCB de ajudar instituições financeiras brasileiras que enfrentaram escassez de liquidez, principalmente bancos de pequeno e médio porte, mediante a janela de redesconto. A gama de ativos aceitos como garantia no redesconto também foi ampliada.
- Em 28 de outubro de 2008, o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF), bancos controlados pelo Governo Federal, foram autorizados a adquirir, direta ou indiretamente, participação societária em instituições financeiras públicas e privadas no Brasil, incluindo empresas seguradoras, instituições de seguridade social, empresas de capitalização, com ou sem a aquisição de controle acionário.
- Em março de 2009, o Governo instituiu o Recibo de Depósito Bancário (RDB), com a garantia especial do FGC (Fundo Garantidor de Crédito). Por meio desta medida, o seguro sobre depósitos a prazo passou de R\$60.000 (US\$30.000) para R\$20 milhões (US\$10 milhões). Esta medida foi adotada para estimular os empréstimos no interbancário ou a compra de carteiras de crédito pelos grandes bancos, que não tinham reagido até então, a despeito das diversas medidas adotadas pelo BCB. Dada a preferência dos bancos privados por liquidez e a possibilidade de investimentos em títulos públicos líquidos, rentáveis e de risco muito baixo, os bancos simplesmente não expandiram o crédito interbancário. Na realidade, apenas os bancos estatais (BB e CEF) adquiriram um volume significativo de carteiras de crédito. Com o RDB, a liquidez no mercado interbancário começou a fluir novamente.

Os três principais bancos públicos federais brasileiros - a Caixa Econômica Federal (CFE), o Banco do Brasil (BB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – seguindo a orientação do governo, atuaram de forma anticíclica utilizando um conjunto de ações e instrumentos para atender as necessidades de financiamento das empresas e famílias, contribuindo, assim, para atenuar os efeitos adversos da contração do crédito pelos bancos privados no mercado doméstico (Prates, 2010). “Para amenizar a contração de crédito pelo setor bancário privado, as instituições financeiras públicas ampliaram e/ou criaram novas linhas de crédito. Não fosse a ação anticíclica dos bancos públicos, sobretudo BNDES

e CEF, a retração da economia brasileira no último trimestre de 2008 teria sido ainda mais dramática” (Freitas, 2009, pp. 139).

A Caixa Econômica Federal, além de atender a demanda da Petrobrás em outubro de 2008 – num montante de R\$ 8 bilhões, provavelmente oriundos de projetos de investimentos realizados antes do acirramento da crise internacional – criou também novas linhas de crédito para atender a demanda por capital de giro das empresas, com recursos provenientes da caderneta de poupança. Também adquiriu carteiras de crédito e formalizou acordos operacionais com cinco instituições financeiras na área de crédito consignado e de *middle market*. “Na realidade, a crise acabou se revelando para a CEF uma janela de oportunidade, permitindo a ampliação de sua participação nos demais segmentos de crédito a pessoas físicas e jurídicas”. A Caixa Econômica Federal expandiu ainda os empréstimos destinados ao setor imobiliário, onde já era o principal player, o que em parte explica a forte aceleração do crédito habitacional a partir de abril de 2009 (Prates, 2010).

Já o Banco do Brasil, por ser uma instituição de capital aberto, com ações negociadas na bolsa de valores e detidas por investidores privados, o governo teve de fazer valer a sua posição de acionista majoritário para poder trocar o presidente da instituição e garantir, assim, que esta adotasse medidas anticíclicas conforme desejava o governo federal. Assim como a CEF, o Banco do Brasil também aproveitou o contexto de retração do crédito oferecido pelos bancos privados para expandir seu *market share*, através do aumento de empréstimos com base em recursos livres e direcionados. “Essas duas instituições públicas também reduziram o custo das suas operações ativas, atendendo a orientação governamental de pressionar os bancos privados a reduzirem seus *spreads* bancários” (Prates, 2010, pp. 152).

O BNDES, por ser uma instituição que não capta recursos do público e, portanto, não concorre com os bancos privados por fatias do mercado (como as duas instituições anteriores), não foi utilizado pelo governo como instrumento de política financeira para baixar os juros bancários. Entretanto, também teve papel importante no conjunto de ações anticíclicas do governo ao melhorar as condições de custo e prazo de suas linhas de crédito (Prates, 2010). Segundo ainda esta autora (pp 153):

“Para fazer frente à necessidade de recursos das empresas num contexto de escassez de crédito privado, o BNDES também instituiu, de forma articulada com o governo federal, novas linhas de crédito. No início de dezembro de 2008, o Banco lançou o Programa Especial de Crédito (PEC) – cuja vigência inicial (junho de 2009) foi estendida até o final de 2009 em maio deste ano -, que consiste numa linha de capital de

giro de R\$ 6 bilhões para as micro, pequenas e médias empresas dos setores da indústria, serviço e comércio, especialmente afetadas pelo empobrecimento de liquidez no interbancário, que atingiu, sobretudo, os bancos de menor porte (importantes provedores de recursos a esse segmento empresarial). Ademais, em abril, o BNDES lançou mais três programas de fomento, dois exclusivamente para o setor rural (especialmente afetado pela retração da demanda internacional e pela deflação dos preços das *commodities* no segundo semestre de 2008): o Programa de Crédito Especial Rural (Procer), o Programa de Apoio ao Setor Sucroalcooleiro (Pass) e o Programa de Capitalização de Cooperativas de Produção (Procap), que teve como foco as cooperativas de produção agropecuária, pesqueira, industrial e mineral, cujas atividades, em particular, as exportadoras, foram, igualmente, muito afetadas pela crise internacional”.

De acordo com Almeida (2010), o apoio financeiro do BNDES também foi relevante para viabilizar a compra de empresas no exterior por parte das empresas nacionais e por financiar absorções ou associações entre empresas nacionais, o que fez com que em vários segmentos da atividade econômica emergissem da crise grupos nacionais com muito maior porte e poderio financeiro. Isso pode vir a ser importante para a inserção de empresas brasileiras no exterior num futuro próximo.

Portanto, a ação do governo e dos bancos públicos foi de fundamental importância para a reativação do crédito na economia, em especial às pessoas físicas. Também foi importante para o desempobrecimento de liquidez a regulamentação, em março de 2009, do Recibo de Depósito Bancário (RDB), o que permitiu aos bancos de menor porte, importantes players nos segmentos de crédito consignado e aquisição de veículos, poderem retomar suas operações nesses segmentos (Prates, 2010).

Segundo Cunha, Prates e Filho (2011), em 6 de novembro de 2008 o ministro das finanças brasileiro anunciou ainda uma série de novas iniciativas que, juntas, disponibilizaria R\$ 19 bilhões em linhas de crédito para vários setores, via BNDES e BB, em agosto de 2009. “And the government made an additional contribution of R\$ 500 million in August 2009 to the endorsement funds of BB and BNDES, which would guarantee loans to small and midsize enterprises. Furthermore, the state-owned banks established also new credit lines to some sectors” (pp. 14).

Além da atuação anticíclica, os bancos públicos foram utilizados também como importantes instrumentos de política financeira para forçar a redução dos juros bancários cobrados pelos bancos privados. Além disso, essas instituições continuaram, mesmo no contexto mais grave da crise, desempenhando sua função

histórica de apoio aos setores e atividades considerados estratégicos para o desenvolvimento, mas que necessitam dos recursos do estado como apoio em função do seu risco elevado e/ou da sua baixa lucratividade (Prates, 2010).

2.2. Política Monetária:

Ao contrário da agilidade do governo em adotar uma série de medidas de modo a restaurar a liquidez no mercado de crédito, a mesma rapidez não se observou na adoção da política monetária, em especial com relação à taxa básica de juros da economia. “The interest rate reduction in Brazil started with delay. Indeed, in the november 2008 meeting of the Copom, the committee argued that the threat of inflation caused by the devaluation of the *real* was high” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 17).

Em resposta à forte elevação dos preços dos alimentos na primeira metade de 2008, puxado principalmente pela aceleração dos preços das *commodities* agrícolas no mercado internacional, a autoridade monetária brasileira deu início, em abril daquele ano, a uma nova fase de aumento da taxa básica de juros (Selic), que somente seria interrompida em outubro, quando a economia brasileira já tinha sido fortemente atingida pelo efeito-contágio da crise externa. Entre abril e setembro daquele ano, o COPOM (Comitê de Política Monetária) aumentou a taxa básica de juros de 11,25% para 13,75% ao ano (Freitas, 2009).

Argumentando que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial e que, portanto, haveria risco de desenvolvimento de um cenário de inflação devido à persistente falta de sincronização entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta doméstica (Freitas, 2009), as autoridades monetárias decidiram por manter a taxa de juros no patamar de 13,75% até o final do ano, num movimento claro de contraste com as demais economias – desenvolvidas e periféricas -, que iniciaram um movimento de redução das taxas de juros como forma de reestabelecer as condições de crédito e liquidez e estimular a economia real, em especial após o acirramento da crise internacional. Quando a crise se transformou em um fenômeno sistêmico, a forte desvalorização do real também serviu de argumento para o governo diagnosticar um risco inflacionário (OIT, 2011; Cunha, Prates e Filho, 2011).

A visão do COPOM era de que “a decisão mais correta e sensata seria uma parada no processo de aumento dos juros pelo menos até a próxima reunião em dezembro. O profundo corte na oferta de crédito bancário e comercial poderia ser suficiente para reduzir a demanda interna e ancorar as expectativas de inflação”

(Freitas, 2009, pp. 135). Portanto, segundo as autoridades monetárias a diminuição da oferta de crédito cumpriria o papel de reduzir a demanda doméstica e as perspectivas de inflação, sem a necessidade de se mexer na taxa de juros, pelo menos não até o final do ano de 2008. De acordo com Freitas (2009, pp 136):

“A manutenção da meta da Selic num patamar elevado, enquanto os países centrais e os periféricos reduziam de forma expressiva as suas taxas básicas de juros, buscava, de um lado, evitar os efeitos deletérios do *pass-through* da desvalorização do real aos preços domésticos e, de outro, conter a expansão da demanda interna. Porém, ante a gravidade do impacto da crise global na economia brasileira, o rigor da política monetária não só era desnecessário como desaconselhável”.

A adesão irrestrita ao regime de metas de inflação exigiu que a autoridade monetária realizasse as operações compromissadas de títulos da dívida pública com o sistema bancário de forma a evitar uma redução da Selic (Freitas, 2009) e, assim, evitar pressões inflacionárias. Essa rigidez do BCB, no entanto, gerou diversas críticas em face ao contexto adverso da economia global:

“Tudo indica que o BCB errou duas vezes: uma em insistir no diagnóstico de que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial, e a outra por não vislumbrar a gravidade da desaceleração em curso nas economias avançadas associada ao movimento de desalavancagem do sistema financeiro e de deflação dos ativos.

Na situação de elevada aversão ao risco e de empoçamento da liquidez nas instituições de maior porte, a manutenção da taxa de juros básica em patamar elevado piorou ainda mais as condições de crédito, tanto para empresas como para bancos de médio e pequeno portes, acelerando o caminho da economia brasileira para a recessão. A profunda retração da oferta de crédito bancário doméstico e a interrupção de linhas comerciais externas foram mais do que suficientes para reduzir a demanda interna e “ancorar as expectativas de inflação”, pois provocaram uma parada brusca da atividade econômica no último trimestre do ano. A desaceleração da atividade foi tão rápida e tão intensa que as pressões inflacionárias da forte apreciação do dólar não se confirmaram e o IPCA se desacelerou, fechando o ano em 5,9% (0,6 ponto porcentual abaixo do teto da meta)” (Freitas, 2009, pp. 135-36).

Porém, foi somente quando a ameaça de recessão se sobrepôs aos riscos inflacionários que o governo deu início a uma série de cortes, em janeiro de 2009. Ao todo, cinco cortes foram feitos: em 21 de janeiro de 2009, de 13,75 para 12,75%; em

11 de março de 2009, para 11,25%; em 29 de abril de 2009, para 10,25%; em 10 de junho de 2009, para 9,25%; e em 23 de julho de 2009, para 8,75%. Contudo, embora a taxa Selic tenha caído a níveis históricos, o patamar da taxa de juros brasileira continuou ainda muito superior ao dos demais países, inclusive emergentes, tanto em termos nominais quanto reais (OIT, 2011).

2.3. Política cambial:

Devido aos problemas de liquidez que surgiu no mercado de câmbio após o efeito-contágio da crise no último trimestre de 2008, o BCB adotou um conjunto de medidas emergenciais, que podem assim serem resumidas (OIT, 2011, pp. 40):

- Leilões de dólares no mercado à vista com compromisso de recompra: os contratos incluíram um compromisso de revender dólares para o BCB, o que garantiria a manutenção do estoque de reservas internacionais (entre 19 de setembro de 2008 e novembro de 2008, R\$18,8 bilhões, ou US\$10,2 bilhões);
- Venda de dólares no mercado à vista (R\$26,7 bilhões, ou US\$14,5 bilhões) entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009;
- Retomada dos leilões de swaps cambiais no mercado a termo, nos quais o BCB assume uma posição ativa em taxa de juros em reais e passiva em dólar (R\$65,7 milhões, ou US\$33 bilhões, entre outubro de 2009 e junho de 2009);
- Linhas de financiamento para as exportações a partir das reservas internacionais: o BCB disponibilizou empréstimos em dólares para exportadores (R\$28,3 bilhões, ou US\$14,2 bilhões, entre outubro de 2008 e junho de 2009);
- Linhas de crédito em dólar para refinar a dívida externa de empresas brasileiras, no total de até R\$36 bilhões (US\$20 bilhões), também a partir das reservas do país. Esta medida beneficiou aproximadamente 4.000 empresas.

Vale ainda ressaltar que em março de 2008 o governo brasileiro já havia reduzido o Imposto sobre operações Financeiras (IOF), de 1,5 para 0,0%, sobre investimentos estrangeiros de portfólio em renda fixa, assim como tornou isento também do IOF as transações cambiais relacionadas à entrada e saída de empréstimos externos (que desde janeiro de 2008 eram sujeitos a uma taxa de 0,38%, OIT 2011).

Essas medidas foram importantes, pois surtiram diversos resultados positivos, como:

“a diminuição da volatilidade na taxa de câmbio e alívio da pressão cambial de curto prazo; a disponibilização de liquidez em posições futuras em dólar para aliviar a pressão da cotação do dólar no futuro e, assim, desestimular as empresas a liquidar suas posições em derivativos cambiais; o aumento da disponibilidade e a redução do custo de linhas de crédito em moeda estrangeira para empresas e bancos brasileiros, o que também contribuiu para estancar a tendência de depreciação; e a disponibilidade de financiamento em dólar para exportadores” (OIT, 2011, pp. 41).

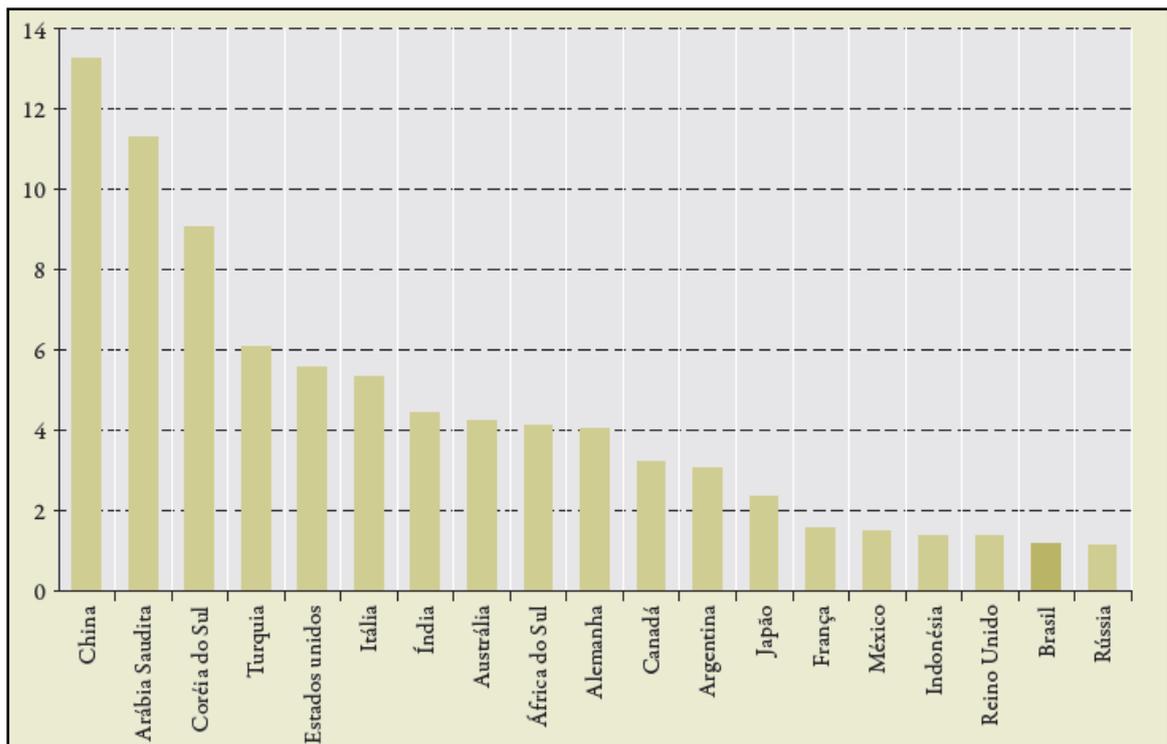
No entanto, a utilização das medidas acima citadas foi feita somente até a normalização das linhas de crédito externas. Até dezembro de 2009, a maioria dessas ações emergenciais já havia sido retirada. No início de 2009, entretanto, o governo brasileiro criou um fundo soberano, com valor inicial de 0,5% do PIB (cerca de R\$ 12 bilhões), com a justificativa de utilizá-lo para amenizar eventuais flutuações econômicas e financiar a internacionalização de empresas brasileiras. Além disso, o governo anunciou também que R\$ 5 bilhões do fundo seriam liberados para investimento em infraestrutura (OIT, 2011).

2.4. Política fiscal:

Com relação à área fiscal, o governo aprovou um pacote de estímulo a um custo de R\$ 37,9 bilhões (US\$ 20,6 bilhões), equivalente a 1,2% do PIB brasileiro em 2008 (OIT, 2011), destinado a impulsionar a demanda interna e suavizar o impacto negativo da crise sobre a atividade econômica e o mercado de trabalho, mediante três canais principais: os gastos (adicionais) do governo, os cortes de impostos e os subsídios (Cunha, Prates e Filho, 2011).

No entanto, se comparado a outros países do G20, o tamanho do pacote de estímulo brasileiro foi pequeno, como mostra o gráfico 10 abaixo. Segundo Cunha, Prates e Filho (2011, pp. 14), “because of its small size, there was a limited fiscal impact, with the nominal deficit estimated at 3.2 percent of GDP in 2009 (around US\$ 49 billion)”.

Gráfico 10: Estímulo fiscal nos países do G20 como percentual do PIB



Extraído de OIT, 2011, pp. 42. Fonte: Estimativas do ISLS baseadas e fontes nacionais

Entretanto, dada a importância atribuída à redução dos impostos e ao percentual de gastos do governo, o pacote de estímulo fiscal brasileiro se aproximou muito mais daqueles aprovados pelas economias avançadas do que dos países emergentes. Porém, no caso brasileiro, devem-se somar às despesas do governo os subsídios e o aumento da assistência social - como a expansão do programa Bolsa Família -, o que resultaria numa composição do gasto real adicional mais próxima a das economias emergentes (Cunha, Prates e Filho, 2011).

“Thus, we could conclude that regarding the composition of the actual additional spending, the Brazilian stimulus package was similar to emerging economies, where some two-thirds is concentrated in three areas, namely infrastructure, housing and social protection. In advanced economies, in turn, the top three expenditures were infrastructure, social protection and other specific support measures” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 14-15).

A tabela abaixo resume os componentes e o montante do estímulo do pacote fiscal brasileiro. Como se observa, ele foi relativamente variado na sua composição: 40,3% dos gastos foram destinados à infraestrutura; 36,9% à redução dos impostos; 15% aos subsídios; 5,3% às transferências aos municípios; e 2,4% às medidas de proteção social.

Tabela 3: Componentes do pacote de estímulo fiscal

| Pacote de estímulo | US\$ bilhões | % do PIB | Parcela do pacote de estímulo (%) |
|--|--------------|-------------|-----------------------------------|
| Infraestrutura | 8.3 | 0.51 | 40.3 |
| Ampliação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) | 5.0 | 0.31 | 24.3 |
| Minha Casa, Minha Vida | 3.3 | 0.20 | 16.0 |
| Reduções de impostos | 7.6 | 0.40 | 36.9 |
| Subsídios | 3.1 | 0.20 | 15.0 |
| Agricultura | 2.2 | 0.14 | 10.7 |
| BNDES | 0.9 | 0.06 | 4.4 |
| Transferências aos municípios | 1.1 | 0.07 | 5.3 |
| Proteção social | 0.5 | 0.03 | 2.4 |
| Expansão do Bolsa Família | 0.3 | 0.02 | 1.5 |
| Prorrogação do seguro-desemprego | 0.2 | 0.01 | 1.0 |
| Total | 20.6 | 1.21 | 100 |

Extraído de OIT, 2011, pp. 43. Fonte: baseado em informações do Ministério da Fazenda

2.4.1. Aumento dos gastos governamentais em infraestrutura:

Em períodos de queda de atividade econômica, as despesas públicas, em especial em infraestrutura, são importantes para estimular os setores produtivos da economia, contribuindo para a recuperação do nível de emprego e renda.

“As is well known, in periods of downturn, public spending on infrastructure stimulates economic activity and generates employment, with little risk of deterring private investment. Public infrastructure investment also enhances long-term growth prospects and has a large multiplier effect on economic activity through backward and forward linkages, although the employment impact varies considerably depending on the structure of the economy in question, the types of public works undertaken (whether they are capital or labor intensive) and the country’s capacity to implement projects rapidly” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 15).

Quando comparado às economias avançadas, as economias emergentes, consideradas em conjunto, dedicaram uma proporção maior dos gastos do pacote fiscal para os projetos de infraestrutura. Estas destinaram cerca de 50% dos recursos para estes projetos, enquanto as economias desenvolvidas destinaram apenas 21% para esse fim. Em média, esses gastos representaram cerca de 1% do PIB das economias emergentes do G20 no biênio 2009-10, enquanto nas economias maduras do G20 o montante representou 0,4% do PIB no mesmo período (OIT, 2011).

No pacote brasileiro, os investimentos em infraestrutura somaram R\$ 15,3 bilhões (US\$ 8,3 bilhões), cerca de 0,5% do PIB e de 40% do total do estímulo fiscal. Com o objetivo de aumentar os investimentos que foram fortemente afetados pela crise, o estímulo à área de infraestrutura incluiu dois elementos importantes de apoio à criação de emprego e promoção de investimento em setores trabalho-intensivos: a expansão do Programa de Apoio ao Crescimento (PAC); e a criação de um programa de incentivos e subsídios governamentais para a construção de moradias, chamado *Minha Casa, Minha Vida*, voltado para famílias de baixa e média renda (OIT, 2011; Cunha, Prates e Filho, 2011).

Lançado pelo governo brasileiro em janeiro de 2007, o PAC possui como objetivo: estimular o investimento privado; aumentar o investimento do governo em infraestrutura; remover os principais obstáculos ao crescimento econômico (burocracia, normas inadequadas e regulação); reduzir as desigualdades sociais e regionais; e promover o aumento da produtividade. Quando foi lançado, a previsão total de investimento em infraestrutura era de R\$ 504 bilhões (US\$ 235 bilhões) entre 2007 e 2010, dos quais R\$ 440 bilhões (US\$ 205 bilhões) ou mais de 85% seriam fornecidos por empresas estatais e pelo setor privado, enquanto o restante seria financiado pelo governo federal. Porém, “the annual investments within the PAC were much smaller than the forecast” (Cunha, Prates e Filho, 2011).

A tabela 4 mostra as áreas priorizadas e o montante dos investimentos do programa. O setor de energia foi o que recebeu a maior parte dos recursos (54,5%), mas que veio integralmente de outras fontes que não as do tesouro nacional. Outro ponto de destaque é o apoio dado à infraestrutura social e urbana, que representou um papel importante dado ao diálogo social. No entanto, quando a crise internacional se agravou, afetando os projetos de investimento do programa, o governo brasileiro se comprometeu a manter as despesas inicialmente planejadas e ainda incluiu um aumento de US\$ 5 bilhões em investimentos do PAC, representando 24,3% do total do pacote fiscal (OIT, 2011).

Tabela 4: PAC: Investimentos planejados em infraestrutura

| | US\$ Bilhões | % do PIB |
|---------------------------------------|--------------|-------------|
| Logística | 27.3 | 0.58 |
| Orçamento federal | 15.4 | 0.33 |
| Empresas estatais e outras fontes | | |
| Energia | 128.6 | 2.71 |
| Orçamento federal | - | - |
| Empresas estatais e outras fontes | 128.6 | 2.71 |
| Infraestrutura urbana e social | 79.9 | 1.69 |
| Orçamento federal | 16.3 | 0.34 |
| Empresas estatais e outras fontes | 63.6 | 1.34 |
| Total | 235.8 | 4.97 |
| Orçamento federal | 31.7 | 0.67 |
| Empresas estatais e outras fontes | 204.1 | 4.3 |

Extraído de OIT, 2011, pp. 45. Fonte: www.brasil.gov.br/pac

Já o programa governamental de habitação *Minha Casa, Minha Vida*, lançado em março de 2009, foi formulado para subsidiar construções habitacionais de baixa renda.

“O programa tem como meta construir um milhão de novas casas em 2009 e 2010 para famílias de renda baixa e média (renda máxima equivalente a dez salários mínimos). Um dos objetivos principais do programa é reduzir o déficit habitacional no país, estimado em 7,2 milhões de casas, ou 14% do total da população. Espera-se que 400.000 casas sejam construídas para famílias com renda mensal de até três salários mínimos (em 2009, de R\$ 1.395, ou US\$ 701). Famílias nesta faixa de renda deverão contribuir com 10% de sua renda à prestação, por um período de dez anos, com um pagamento mensal mínimo de R\$ 50 (US\$ 25). Os custos restantes, incluindo seguro, serão subsidiados pelo Governo, com um custo estimado de R\$ 16 bilhões (US\$ 8 bilhões). Um número adicional de 400.000 casas serão construídas para famílias com renda de três a seis salários mínimos (de R\$ 1.395-2.790 ou US\$ 701-1.402) por mês. Para estas famílias, a contribuição para a prestação não excederá 20% da renda mensal, e as famílias terão acesso a um fundo garantidor em caso de desemprego” (OIT, 2011, pp. 46).

O financiamento para este programa provém do governo federal (R\$ 2,5 bilhões) e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (R\$ 7,5 bilhões; Cunha, Prates e Filho, 2011). O custo em 2009, incluído no pacote de estímulo, foi de US\$ 3,3 bilhões, representando 0,2% do PIB brasileiro e 16% do total do pacote.

2.4.2. Redução de impostos:

O corte de uma série de impostos foi outra medida de grande importância – a segunda, em termos de quantidade e participação no bloco fiscal - implementada pelo governo para enfrentar os efeitos negativos da crise externa. Estes corresponderam a 0,4% do PIB brasileiro ou 36,9% do pacote de estímulo, num montante de US\$ 7,6 bilhões.

A redução foi implementada como forma de impulsionar o consumo e apoiar os setores mais atingidos pela crise (Cunha, Prates e Filho, 2011). Dentre as medidas adotadas, pode-se citar: (i) a redução do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), que favoreceu as famílias de classe média, ou seja, aquelas com renda de até R\$ 1.741,00 por mês; (ii) o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que foi reduzido de 3 para 1,5% para operações de crédito direto ao consumidor e para o cheque especial; (iii) o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que foi temporariamente reduzido para estimular o consumo de bens duráveis; e na área imobiliária (iv) a criação do Regime Especial de Tributação (RET), que estabeleceu de 7 para apenas 1% o imposto sobre imóveis com valor de até R\$ 110,6 milhões (o que favoreceu famílias de média e baixa renda, beneficiadas, por exemplo, pelo programa *Minha Casa, Minha Vida*) e de 7 para 6% para imóveis acima desse valor (Cunha, Prates e Filho, 2011; OIT, 2011).

O principal componente do pacote de corte de impostos foi a redução do IPI (OIT, 2011), como mostra o gráfico 10. Segundo Cunha, Prates e Filho (2011, pp. 16-17):

“In December 2008, the Tax on Industrial Products (IPI) was cut for motorcycles, trucks and automobiles (up to 1,000 cc from 7% to 0% and for those up to 2,000 cc from 13% to 6.5%). The tax cut for cars that would end in December 2009 was extended until March 2010, although they must be energy-saving to qualify for the reduction, in an effort to promote environmentally friendly consumption. (...) On the first semester, the IPI tax cut was also extended to household electrical appliances and building construction materials, and capital goods”.

Além disso, a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) sobre a produção de pequenas motocicletas foi reduzida de 3,65% para 0,65% e a isenção do imposto sobre o trigo, farinha de trigo e pão, que terminaria em julho de 2009, foi prorrogada até dezembro de 2010. Ademais, em novembro de 2008 o governo prorrogou também os prazos de pagamento de vários impostos federais,

como o Imposto de Renda, IPI, COFINS, etc. para aliviar a pressão sobre os fluxos de caixa das empresas (OIT, 2011).

Tabela 5: Reduções de impostos incluídos no pacote de estímulo

| Reduções de imposto em 2009 | US\$ bilhões | PIB (%) |
|--|--------------|------------|
| IRPF (Imposto de Renda da Pessoa Física) | 2.7 | 0.14 |
| IPI (Imposto sobre Produtos Importados) | 3.2 | 0.17 |
| IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) | 1.4 | 0.07 |
| Cofins (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social) – motocicletas | 0.2 | 0.01 |
| RET (Regime Especial de Tributação – Imóveis) | 0.1 | 0.01 |
| Total | 7.6 | 0.4 |

Extraído de OIT, 2011, pp. 47. Fonte: Ministério da Fazenda

2.4.3. Subsídios:

Os subsídios adicionaram um montante de US\$ 3,1 bilhões aos custos do pacote fiscal do governo, que correspondeu a 0,3% do PIB e 15% do estímulo. “The subsidies encompassed two elements. First, the government capitalized the BNDES with R\$100 billion to ensure resources for private and public investments. Second, the government subsidized the agricultural sector by reducing the cost of loans to this sector” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 17).

A capitalização do BNDES pelo governo foi extra-orçamentária:

“foi um empréstimo “abaixo da linha” ao BNDES, que não foi considerado parte do pacote de estímulos. O que está incluído no pacote é o subsídio financeiro decorrente do diferencial de juros, totalizando R\$ 1,6 bilhão (US\$ 0,9 bilhão, 0,06% do PIB). Isto porque, o BNDES realiza empréstimos a uma taxa de juros de cerca de 6% ao ano, bem abaixo do rendimento de 12% de títulos públicos, que o Tesouro precisou emitir para obter os recursos destinados à capitalização do BNDES. Os recursos adicionais decorrentes da capitalização de R\$ 100 bilhões (US\$ 56 bilhões) permitiram ao BNDES aumentar o seu volume de crédito em 85% em 2009” (OIT, 2011, pp. 48-49).

Com relação ao setor agrícola, o governo reduziu o custo de empréstimo a esse setor por meio de subsídios na taxa de juros (OIT, 2011), com um gasto de US\$ 2,2 bilhões equivalente a 0,14% do PIB do Brasil.

2.4.4. Transferências aos municípios:

Para evitar a adoção de políticas pró-cíclicas, ou seja, restritivas pelos municípios brasileiros, devido à queda de arrecadação causada pelo menor nível de atividade, o governo federal também incluiu no pacote de estímulo fiscal transferências orçamentárias extraordinárias aos governos locais em 2009 (OIT, 2011). Estas totalizaram 5,3% do pacote e 0,07% do PIB nacional.

Estas transferências foram implementadas principalmente através de dois canais. Em primeiro lugar, o governo federal se comprometeu em manter um valor nominal estável nas transferências aos municípios, repetindo o valor de 2008 apesar da queda nas receitas federais em 2009. Em segundo lugar, 5.564 municípios receberam até R\$ 1 bilhão para compensar a diminuição dos recursos do Fundo de Participações dos Municípios (FPM), resultante da diminuição dos impostos sobre o nível federal (Cunha, Prates e Filho, 2011). “Ao fornecer apoio aos municípios, o governo garantiu a manutenção dos serviços públicos municipais, muitos dos quais são uma fonte importante de empregos em cidades menores” (OIT, 2011, pp. 46).

2.4.5. Políticas de proteção social:

Países com sistemas de proteção social possuem um importante instrumento para atenuar o efeito da crise sobre os indivíduos e famílias, particularmente os mais vulneráveis, e, assim, estabilizar suas economias e lidar melhor com o impacto social da crise (OIT, 2011).

No Brasil, as políticas do governo de cunho social como resposta ao impacto negativo provocado pela crise internacional se concentraram principalmente em duas medidas: a expansão do programa *Bolsa Família* e a extensão do prazo do seguro-desemprego. A partir de 2003, sob o governo Lula (2003-10), o governo brasileiro implementou um programa de transferência condicional de renda chamado *Bolsa Família*, que tem por objetivo reduzir a pobreza, a fome e melhorar o desenvolvimento social por meio de uma transferência direta de renda a famílias pobres e extremamente pobres. Quando a crise externa se agravou no último trimestre de 2008, a preocupação de que com a desaceleração da economia seguida de queda do nível de emprego e renda pudesse afetar os avanços sociais conquistados nos anos pré-crise, fez com que o governo não somente reiterasse seu compromisso com o programa, mas também anunciasse sua expansão. “Embora a expansão já tivesse

sido planejada, a crise deu ao governo um maior ímpeto para implementá-la” (OIT, 2011, pp. 50).

Como parte do pacote fiscal, esse aumento do programa custou US\$ 0,3 bilhão, cerca de 1,5% do total dos estímulos governamentais. “Entretanto, os gastos discricionários em proteção social como porcentagem do pacote de estímulos e do PIB foram os menores entre os países do G20” (OIT, 2011, pp. 50). Com relação ao desemprego, como resultado do diálogo social entre o governo, empresas e sindicatos, o Ministério do Trabalho e Emprego, para aliviar a redução da renda dos trabalhadores durante a crise, prorrogou a duração do seguro-desemprego em dois meses para trabalhadores cujo setor de atividade econômica foi afetado gravemente pela recessão (como o setor de mineração e siderúrgico; OIT, 2011). Esta iniciativa representou 1% do pacote de estímulo e 0,01% do PIB brasileiro. “In the first moment (March 24, 2009) the extension was granted to workers who were laid off in November and December 2008 (103,707 workers). In May, the extension was also granted to workers who were laid off in January 2009 and February 2009 (more than 216,500 workers)” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 16).

2.5. Políticas setoriais:

Além das políticas mencionadas acima, o governo brasileiro também adotou uma série de medidas voltadas especificamente para os setores mais fortemente afetados pela crise internacional. As pequenas e médias empresas, por exemplo, são importantes empregadores e respondem por uma grande parte da produção das economias. No Brasil, elas representam cerca de 98% de todas as empresas, 60% do emprego formal e 22% do PIB (OIT, 2011). Reconhecendo a importância destas para a criação de empregos, o governo brasileiro adotou algumas medidas específicas para este segmento a fim de assegurar um ambiente favorável ao seu desempenho. As principais foram (OIT, 2011, pp. 50):

- Linha de crédito do BB: em novembro de 2008, foi criada uma linha de crédito de R\$5 bilhões (US\$2,7 bilhões) para capital de giro para as pequenas e médias empresas (aquelas com faturamento anual de até R\$3,5 milhões (US\$ 1,9 milhões)); em junho de 2009, o governo ampliou essa linha de crédito para R\$11,6 bilhões (US\$5.8 bilhões). Esta linha de crédito beneficiou cerca de 303.000 PMEs;

- Em agosto de 2009, o Governo fez uma contribuição adicional de R\$500 milhões (US\$251 milhões) para os fundos de aval do BB e BNDES, assegurando, desta forma, empréstimos para pequenas e médias empresas. Estes fundos permitem aos bancos estatais impulsionar suas operações de crédito, uma vez que fornecem uma garantia adicional contra a inadimplência.

Outro segmento que contou com o apoio do governo foi o setor de construção civil. Além da criação do programa *Minha Casa, Minha Vida* e do Regime Especial de Tributação (RET), as linhas de crédito para o setor de construção civil também foram ampliadas, dentre as quais se destacam (OIT, 2011, pp. 51):

- Em 29 de outubro de 2008 a CEF anunciou que ofereceria uma linha de crédito para capital de giro de R\$ R\$3 bilhões (US\$1,6 bilhões) para as empresas de construção;
- Em 29 de outubro de 2008 o Governo permitiu aos bancos brasileiros direcionarem 5% de seus depósitos de poupança para capital de giro para construtoras. Como os bancos já eram obrigados a aplicar 65% destes depósitos em financiamento imobiliário, com a medida, uma pequena parcela desse percentual (que equivale a cerca de R\$18 bilhões ou US\$10 bilhões) pode ser destinada para essa nova finalidade;
- Em 11 de novembro de 2008, a CEF aumentou o teto de sua linha de crédito Construcard/FGTS para a aquisição de material de construção, de R\$7.000 (US\$3.804) para R\$25.000 (US\$13.587). Esta linha utiliza recursos do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) e tem uma taxa de juros de 6 a 8,16% ao ano, dependendo da faixa renda do tomador de empréstimo;
- Uma linha de crédito imobiliário foi criada para funcionários públicos (incluindo os funcionários de empresas públicas e empresas mistas público-privadas), como uma forma de estimular a construção civil;
- O BB e a CEF realizaram empréstimos imobiliários a taxas abaixo do mercado.

Além do crédito às pequenas e médias empresas e ao segmento de construção civil, o governo também ampliou as linhas de crédito à agricultura. Somando-se aos subsídios para a agricultura incluídos no pacote de estímulo e ao Plano de Agricultura “Safrá 2009/2010” (de R\$ 15 bilhões), o governo lançou também um conjunto de medidas a fim de ampliar o crédito rural, através de dois bancos estatais: o Banco do Brasil e o BNDES (OIT, 2011). As quatro principais foram (OIT, 2011, pp. 52):

- Em 14 de outubro de 2008, aumento do percentual de recolhimento compulsório tanto sobre os depósitos à vista (de 25 para 30%, um aumento de

R\$4,8 bilhões ou US\$2,4 bilhões) como sobre os depósitos de poupança rural (de 65 para 70%, um aumento de R\$2,2 bilhões ou US\$1,1 bilhão), ambos destinados ao crédito rural;

- Em 6 de março de 2009, anúncio pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) da liberação pelo BNDES de um adicional de R\$12,3 bilhões (US\$6,2 bilhões) em empréstimos para o agronegócio;
- Utilização de R\$100 milhões (US\$200 milhões) em recursos de fundo constitucional para o crédito rural e R\$200 milhões (US\$400 milhões) em assistência para cooperativas agrícolas;
- Destinação de R\$75 milhões (US\$150 milhões) para a agricultura familiar, com a utilização de recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

E por fim, para o setor industrial algumas linhas de crédito também foram oferecidas (OIT, 2011, pp. 52-53):

- O programa Procaminhoneiro do BNDES, lançado em setembro de 2009, aumentou o período de financiamento para 96 meses e cortou a taxa de juros de 13,5 para 4,5%. Estas operações são garantidas pelo fundo de garantia de crédito do BNDES;
- A aprovação pelo CODEFAT (Conselho Deliberativo do FAT), em novembro de 2009, da criação de uma linha de crédito para taxistas comprarem automóveis novos. As condições incluíam um período de 5 anos para pagamento. A linha de crédito é operada pelo BB, com recursos provenientes do FAT.

No entanto, vale também destacar que embora não tenha sido o foco inicial do pacote de estímulo, no início de 2009 o governo optou por converter uma série de medidas adotadas a favor do estímulo às atividades econômicas em iniciativas “verdes”. Como consequência, várias medidas da política fiscal do governo contribuíram para a geração de “empregos verdes” e para o desenvolvimento ambientalmente sustentável. A maior parte dessas iniciativas, adotadas no início de 2009, acabou se tornando permanentes, como, por exemplo, a redução do IPI sobre automóveis, mas apenas para veículos flex (movidos tanto a etanol quanto a gasolina); assim como a prorrogação do IPI apenas para eletrodomésticos energeticamente eficientes. Além disso, em dezembro de 2009 o governo reduziu a zero o IPI sobre a eletricidade gerada por energia eólica (estimulando a produção doméstica de moinhos), assim como reduziu também este imposto sobre máquinas e bens de capital

utilizados na indústria de reciclagem. Ambas as medidas se tornaram também permanentes (OIT, 2011).

2.6. Conclusões:

A resposta de política do governo brasileiro à crise financeira e econômica global possui diversos enfoques. Ela cobriu as políticas creditícia, monetária, cambial e fiscal, bem como políticas dirigidas a setores específicos com o objetivo de estimular o investimento, a produção, o consumo e a criação de empregos. Diferentemente das crises anteriores, na crise internacional recente, a economia brasileira sofreu o efeito-contágio com condições macroeconômicas favoráveis, o que ofereceu ao governo um raio de manobra maior para implementar um conjunto de ações anticíclicas. Embora o BCB tenha demorado a reduzir a taxa básica de juros da economia, ele agiu rapidamente para aumentar a liquidez no mercado interbancário e expandir a disponibilidade de crédito, em especial através dos três principais bancos públicos: a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e o BNDES. Já o pacote de estímulo fiscal, de 1,21% do PIB, incluiu o aumento de gastos em diversos segmentos como infraestrutura, subsídios, impostos, proteção social, etc. Embora pequeno para os padrões internacionais, o pacote brasileiro foi eficaz. Entretanto, além do pacote de estímulos, diversas outras medidas contracíclicas foram adotadas pelo governo brasileiro. “While not being part of the official package, they were also extremely important to mitigate the effect of the crisis on the financial system and the economic activity” (Cunha, Prates e Filho, 2011, pp. 17). “Em suma, uma das principais lições da resposta do Brasil à crise é a utilização de uma série de iniciativas políticas complementares – tanto em âmbito macro, como micro – de forma eficiente” (OIT, 2011, pp. 57).

Capítulo 3: O desempenho da economia brasileira de 2009 a 2011

Após as respostas de política dos governos diante do acirramento da crise no final de 2008, que envolveu, na maioria das economias, operações de injeção de liquidez, cortes das metas das taxas de juros básicas, garantias às operações interbancárias e adoção de um conjunto de iniciativas anticíclicas de política econômica, os mercados financeiros globais começaram a dar os primeiros sinais de estabilização em meados da primeira metade do ano de 2009, entre a passagem do segundo para o terceiro trimestre (Cunha e Prates, 2011).

Nesse período, portanto, inicia-se uma nova etapa da crise global, caracterizada pela melhoria significativa dos mercados e das instituições financeiras e pela recuperação das economias avançadas. A liquidez abundante, as taxas básicas de juros historicamente baixas e a menor aversão aos riscos dos investidores promoveram um retorno dos fluxos de capitais para as economias emergentes que, em sua maioria, já ensaiavam uma recuperação a partir do primeiro trimestre de 2009. Vários mecanismos de transmissão da crise converteram-se, em contrapartida, em canais de irradiação de estímulos para as economias emergentes (tanto para o mercado financeiro como para a atividade produtiva) e/ou em outros desafios para a política econômica (como a necessidade de impor restrições aos fluxos de capitais diante do retorno das trajetórias de apreciação cambial, como ocorreu no caso brasileiro). Porém, assim como aqueles mecanismos, esses canais também tiveram efeitos heterogêneos sobre as economias emergentes, em função tanto das características conjunturais como estruturais de cada uma, como o grau de vulnerabilidade externa (dependência de recursos externos e déficit em transações corrente) e de descasamento de moedas; os regimes cambial e monetário; a situação das contas públicas (que condicionou a amplitude das políticas fiscais anticíclicas); a estrutura de comércio exterior e o grau de abertura financeira (Fundap, 2010).

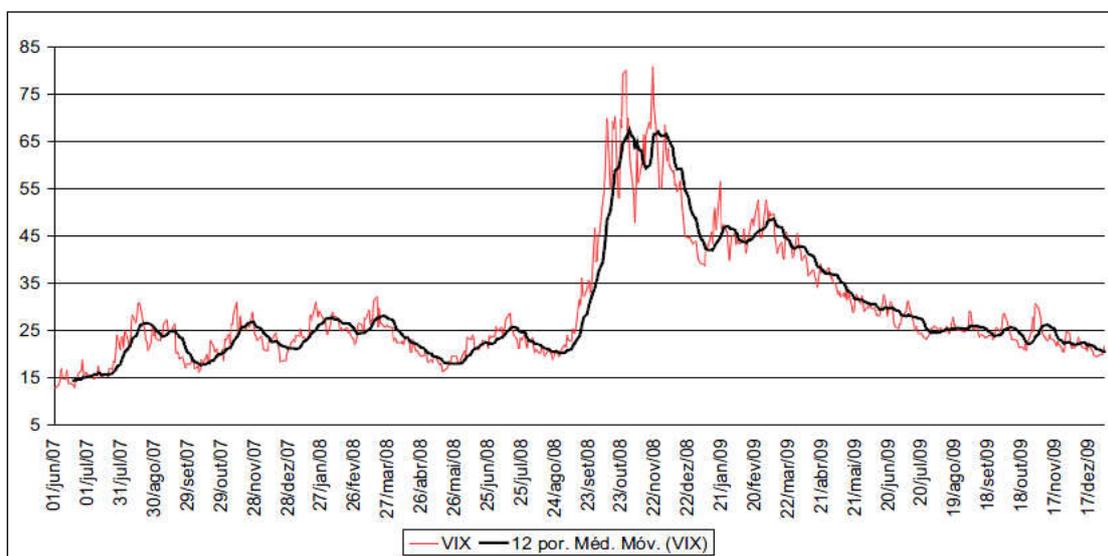
Em especial, dois mecanismos de transmissão da crise internacional rapidamente retornaram ao ciclo de alta: os fluxos de capitais e os preços das *commodities*. Devido aos patamares extremamente baixos das taxas de juros das economias avançadas (decorrente das políticas monetárias expansionistas) e à redução do risco relativo dos ativos emitidos por empresas, bancos e governos dos países emergentes em função da saída bem sucedida da crise, aumentou o diferencial entre os juros internos e externos após a crise, de modo que os países emergentes,

dentre eles o Brasil, passaram a atrair novamente os capitais estrangeiros (Cunha e Prates, 2011).

“Diante das expectativas ainda pessimistas em relação à recuperação econômica e à estabilidade financeira nos países avançados, a expansão da liquidez decorrente da compra de títulos (públicos e/ou privados) pelo BCE e pelo FED se direcionou, por excelência, para os ativos desses países em função seja das maiores taxas de retorno esperadas, seja da redução do diferencial de prêmio de risco entre os ativos das economias emergentes e avançadas devido à alta do risco de *default* nessas últimas” (Cunha e Prates, 2011, pp. 6).

Com a melhora dos mercados e das instituições financeiras, num contexto de abundância de liquidez, assim como da atividade econômica – em especial nas economias em desenvolvimento – a aversão ao risco dos investidores globais foi diminuindo ao longo de 2009, como mostra o VIX⁵ (gráfico 11; Fundap, 2010). Além disso, a rápida e forte retomada econômica dos emergentes (num ritmo muito superior ao das economias avançadas) estimulou os investimentos de portfólio em ações e os investimentos diretos estrangeiros (Cunha e Prates, 2011).

Gráfico 11: VIX (Índice de volatilidade)



Extraído de Fundap, 2010, pp. 3. Fonte: Chicago Board Options Exchange

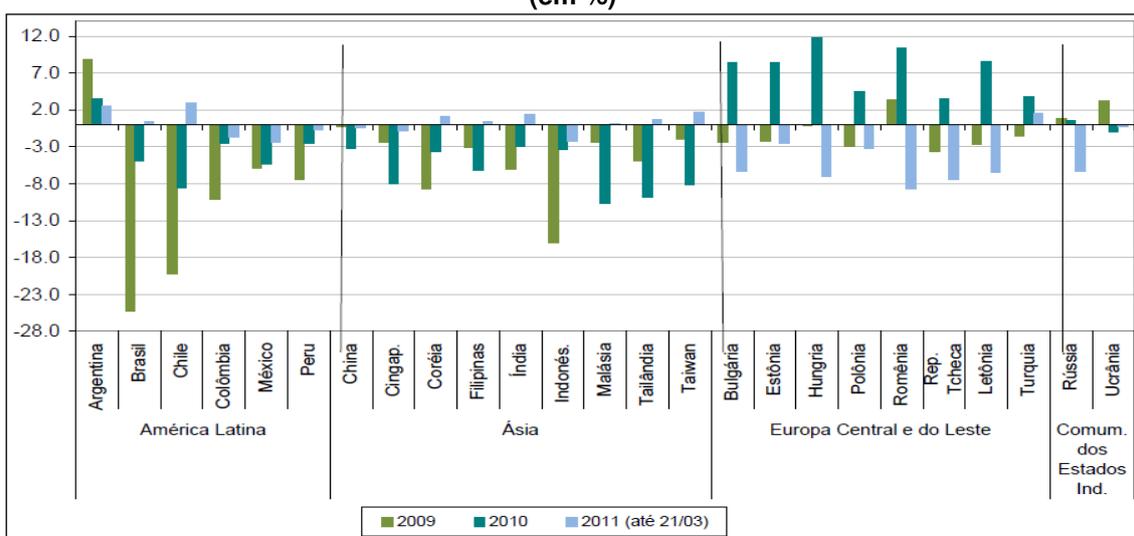
Já no âmbito do comércio internacional, o primeiro mecanismo de contágio da crise que inverteu de direção foi a dinâmica dos preços das *commodities*. Depois de atingirem seu vale em dezembro de 2008, as cotações das *commodities* retomaram um movimento altista, o que resultou em aumentos expressivos dos preços até

⁵ *Volatility Index*, principal medida de aversão do risco dos investidores globais.

novembro de 2009. Ao lado do maior peso das economias emergentes no produto mundial – que assumiram a dianteira na recuperação e cuja elasticidade-renda da demanda por *commodities* é mais elevada do que nos países avançados – outros fatores também contribuíram para esse movimento de alta dos preços: o aumento da demanda da China por esses insumos, que aproveitou os preços deprimidos no início de 2009 para recompor estoques; os investimentos especulativos nos mercados de *commodities*, estimulados pelo contexto de excesso de liquidez e baixas taxas de juros nos países avançados; e a desvalorização do dólar, reflexo da busca por aplicações mais rentáveis em outras moedas. Além disso, o crescente consenso de que a recuperação da economia global teria início ainda em 2009, contribuindo para a demanda por esses bens, sustentou os investimentos especulativos e o acúmulo de estoques (Fundap, 2010).

Como consequência, o alívio da situação externa propiciado pelo retorno dos fluxos de capitais e, no caso dos países exportadores de *commodities*, pela alta dos preços desses bens, possibilitou a reversão da depreciação cambial e a retomada da estratégia de acumulação de reservas. No caso brasileiro, tanto a elevada taxa básica de juros da economia (que constituiu importante fator de atração do capital estrangeiro) como a estrutura da pauta exportadora (com alta participação das *commodities*) promoveram uma rápida e intensa valorização cambial no início de 2009, a maior em 2009 (25,6%) em termos nominais, como mostra o gráfico 12 (Cunha e Prates, 2011).

Gráfico 12: Variação acumulada das taxas de câmbio nos períodos selecionados (em %)

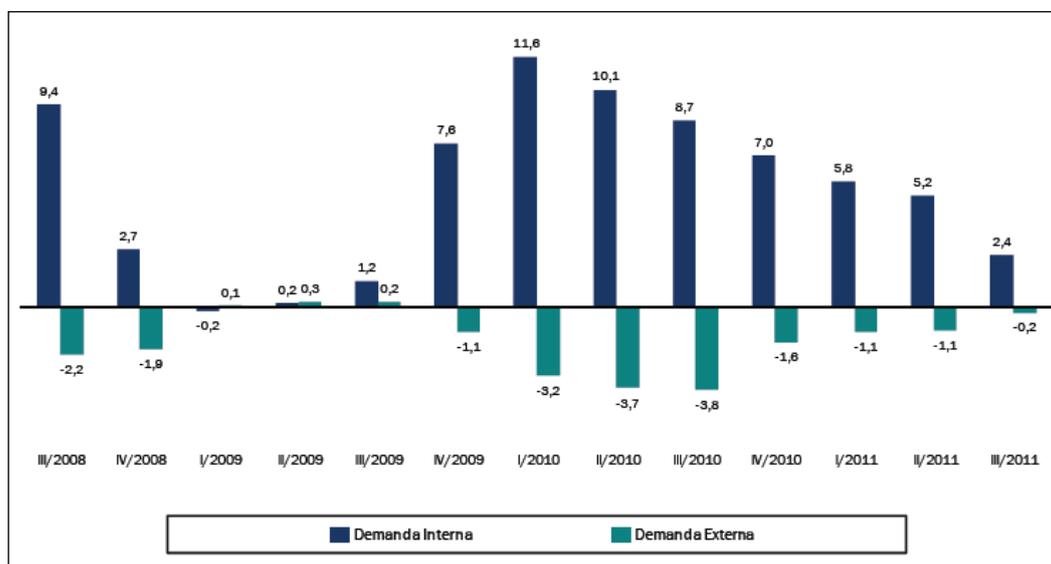


Extraído de Cunha e Prates, 2011, pp. 8. Fonte: Oanda

Contudo, a partir do final de 2009, o uso dos instrumentos convencionais de política monetária e cambial se mostrou insuficiente para neutralizar os desequilíbrios decorrentes do excesso de liquidez no mercado de câmbio – gerado pelo *boom* de fluxo de capitais e de preço das *commodities*. Assim, em alguns países como o Brasil a continuidade da apreciação cambial ao longo de 2009 e 2010 trouxe à tona o problema da perda de competitividade dos produtos nacionais num ambiente de acirramento da concorrência (no exterior e internamente) (Cunha e Prates, 2011).

No caso do Brasil, o mercado interno, que nos anos que antecederam a crise já era um dos principais pilares do modelo de crescimento do país, constituiu o principal vetor de expansão da rápida recuperação da economia no pós-crise. A política de elevação real do salário mínimo e de transferência de renda às famílias mais pobres promoveu a inclusão de milhões de brasileiros na chamada nova classe média, que juntamente com o aumento da oferta de crédito ao consumo, da elevação dos prazos dos financiamentos e da criação de novos postos de trabalho fizeram com que o consumo das famílias crescesse a taxas expressivas nos últimos anos (Fundap, 2012d).

Gráfico 13: Contribuição da demanda interna, externa ao crescimento trimestral do PIB (em %)



Extraído de Fundap, 2012d, pp. 7. Fonte: Contas Nacionais, IBGE

O gráfico acima mostra a importância da demanda interna ao crescimento do PIB brasileiro. Apesar da queda no período de aprofundamento da crise internacional, entre o final de 2008 e início de 2009, destaca-se a importante retomada da demanda agregada doméstica para o crescimento da economia nos trimestres posteriores, com auge no primeiro quarto de 2010. A demanda externa, ao contrário, vem contribuindo

negativamente para o crescimento brasileiro desde o primeiro trimestre de 2006, somando 23 trimestres de contribuição negativa (Fundap, 2012d).

Neste contexto, a aceleração do consumo doméstico, principalmente em 2010, passou a contar com o aumento das importações para compor a oferta interna, o que promoveu um aumento do coeficiente de penetração das importações. Na indústria de transformação, por exemplo, esse coeficiente passou de 13,9% no primeiro trimestre de 2007 para 19,1% no último trimestre de 2010. Deste modo, um problema estrutural que se observou na retomada do crescimento da economia em 2009 e 2010, especialmente neste último, foi o aumento da penetração dos bens importados na economia brasileira e a crescente perda de competitividade dos produtos nacionais no mercado externo. Além da necessidade de complementar a oferta nacional, parte desse processo de vazamento externo respondeu também à expressiva valorização do real ao longo dos últimos anos: excluindo-se a desvalorização do final de 2008, a taxa de câmbio recuou da faixa R\$/U\$ 1,91 para o patamar de R\$/U\$ 1,66 entre o terceiro trimestre de 2008 e o final de 2010 (valorização de 13,1%). As importações de bens e serviços cresceram, em média, 36,4% a cada trimestre em 2010, na comparação com o mesmo período em 2009, enquanto as exportações de bens e serviços, mesmo ancoradas na recuperação dos preços das *commodities*, avançaram apenas 11,7% (Fundap, 2012d).

“Em síntese, o desempenho da economia brasileira se destacou no cenário mundial pela contida recessão de 2009 (-0,9%) e pela intensa expansão observada em 2010 (+7,5%). Esse fato gerou certa “euforia” em relação à possibilidade de o Brasil dar um salto qualitativo no seu padrão de crescimento. Outros fatores presentes no contexto nacional ajudaram a manter esse estado de espírito – os eventos esportivos Copa do Mundo e Olimpíadas e as descobertas do pré-sal configuravam uma situação privilegiada em relação aos investimentos necessários e obrigatórios na infraestrutura do país e a possibilidade do país alçar entrada para o clube dos grandes países produtores de petróleo” (Fundap, 2012a, pp. 11).

Contudo, vale destacar que apesar do desempenho excepcional do PIB brasileiro em 2010 (expansão de 7,5%), há algumas assimetrias entre o primeiro e segundo semestre daquele ano. Nos seis primeiros meses de 2010, a rápida recuperação dos empregos perdidos durante o auge da crise e a retomada das operações de crédito às pessoas físicas fizeram com que o consumo das famílias acelerasse o seu ritmo de expansão e atingisse uma média de variação trimestral de

7,3% (a maior desde 1995), em relação à variação verificada no mesmo período de 2009. Nesse contexto, os empresários aumentaram a utilização do nível de capacidade instalada e voltaram a investir. A formação bruta de capital fixo cresceu fortemente na primeira metade de 2010 (28,5%), enquanto o PIB expandiu-se na faixa de 9,1% (Fundap, 2012a).

As economias emergentes, em geral, passaram a enfrentar uma situação de sobreaquecimento a partir do último trimestre de 2009, com excessiva expansão do crédito e/ou alta dos preços dos ativos mobiliários e imobiliários. Em vários deles, inclusive o Brasil, o próprio ingresso de capitais contribuiu para essa situação, em função tanto do efeito-renda positivo da apreciação cambial como do aumento da expansão creditícia e da inflação dos ativos. No caso brasileiro, ainda, que absorveu um volume considerável de investimentos de portfólio no mercado de dívida pública (devido ao diferencial de juros), as aplicações dos não-residentes (que se concentram nos papéis de maior prazo de duração) exerceram pressões baixistas sobre a taxa de juros de longo prazo, estimulando, assim, a atividade econômica. O contexto de redução da capacidade ociosa e demanda aquecida aliado à alta dos preços das *commodities* resultou na aceleração da inflação em várias economias emergentes, assim como na brasileira (Cunha e Prates, 2011).

Neste cenário, caracterizado pela combinação entre um ritmo acelerado de consumo e um choque exógeno de preços – das *commodities*, que impactou principalmente o grupo dos alimentos -, o governo brasileiro optou, a partir do segundo semestre (2010), por diminuir o ritmo da atividade econômica, dado o compromisso com a meta de inflação, um dos pilares da política macroeconômica do governo. Sendo assim, ao final de 2010 o Banco Central iniciou um ciclo de aperto monetário, traduzido no aumento da taxa básica de juros, e impôs também uma série de medidas macroprudenciais ao sistema financeiro, visando conter a expansão do crédito ao consumo, de forma a atenuar os efeitos potencialmente desestabilizadores dos estímulos herdados do amplo conjunto de medidas anticíclicas adotadas entre 2008 e 2010 (Ipea, 2012a; Cunha e Prates, 2012).

Embora a resposta convencional para desacelerar o crescimento e conter as pressões inflacionárias seria a adoção de uma política monetária restritiva, a elevação por si só da taxa básica de juros “estimularia ainda mais o ingresso de capitais, o qual, por sua vez, acentuaria o desalinhamento cambial, e/ou pressionaria ainda mais as contas públicas e/ou fomentaria o *boom* de crédito e de preço dos ativos” (Cunha e Prates, 2011, pp. 9). Assim, o Brasil, dentre várias outras economias, resolveu adotar

medidas de caráter regulatório de forma a reduzir o tamanho e o impacto da política monetária no combate às pressões inflacionárias e também ajustar o ciclo creditício.

“Complementarmente às decisões adotadas no âmbito do Copom em 2010, o CMN e a diretoria colegiada do Banco Central adotaram, em dezembro, um conjunto de medidas de natureza macroprudencial com o objetivo de aperfeiçoar os instrumentos de regulação, assegurar a estabilidade do SFN e permitir a continuidade do desenvolvimento sustentável do mercado de crédito” (Cunha e Prates, 2012, pp. 8).

As principais medidas adotadas no final de 2010 são (Cunha e Prates, 2012, pp. 8-9):

- Elevação do adicional do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo, em vigor desde 2002, de 8% para 12%;
- Aumento do capital mínimo dos 11,0% então vigentes para 16,5% do valor da operação para empréstimos consignados com prazo superior a 36 meses e para as demais operações de crédito às pessoas físicas com prazo superior a 24 meses, com as seguintes exceções: operações de crédito rural; financiamento habitacional; financiamento a veículos de carga; e, no caso de financiamento a veículo automotor, as operações com prazo entre 24 e 36 meses com valor de entrada superior a 20%, com prazo entre 36 e 48 meses com valor de entrada superior a 30% e com prazo entre 48 e 60 meses com valor de entrada superior a 40%.

Estas duas medidas afetaram as condições gerais de liquidez dos bancos (primeira medida) e o crédito ao consumo, principalmente nas modalidades de crédito consignado e financiamento de veículos (segunda medida). No entanto, no primeiro semestre de 2011 mais duas medidas macroprudenciais entraram em vigor: “em abril, o IOF sobre operações de crédito para pessoas físicas foi elevado de 1,5% para 3,0%; em junho, o percentual mínimo de pagamento das faturas de cartão de crédito aumentou de 10% para 15%” (Cunha e Prates, 2012, pp. 9).

A partir daí, os dados da atividade econômica brasileira demonstraram que os objetivos do governo em reduzir o ritmo de expansão da demanda doméstica foi alcançado. O PIB desacelerou ao longo de todo o ano de 2011, e o crescimento de 4,2% do primeiro trimestre de 2011 sobre o mesmo período de 2010 caiu para 1,4% no último trimestre, como mostra a tabela abaixo (Ipea, 2012a).

Tabela 6: PIB – taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano (em %)

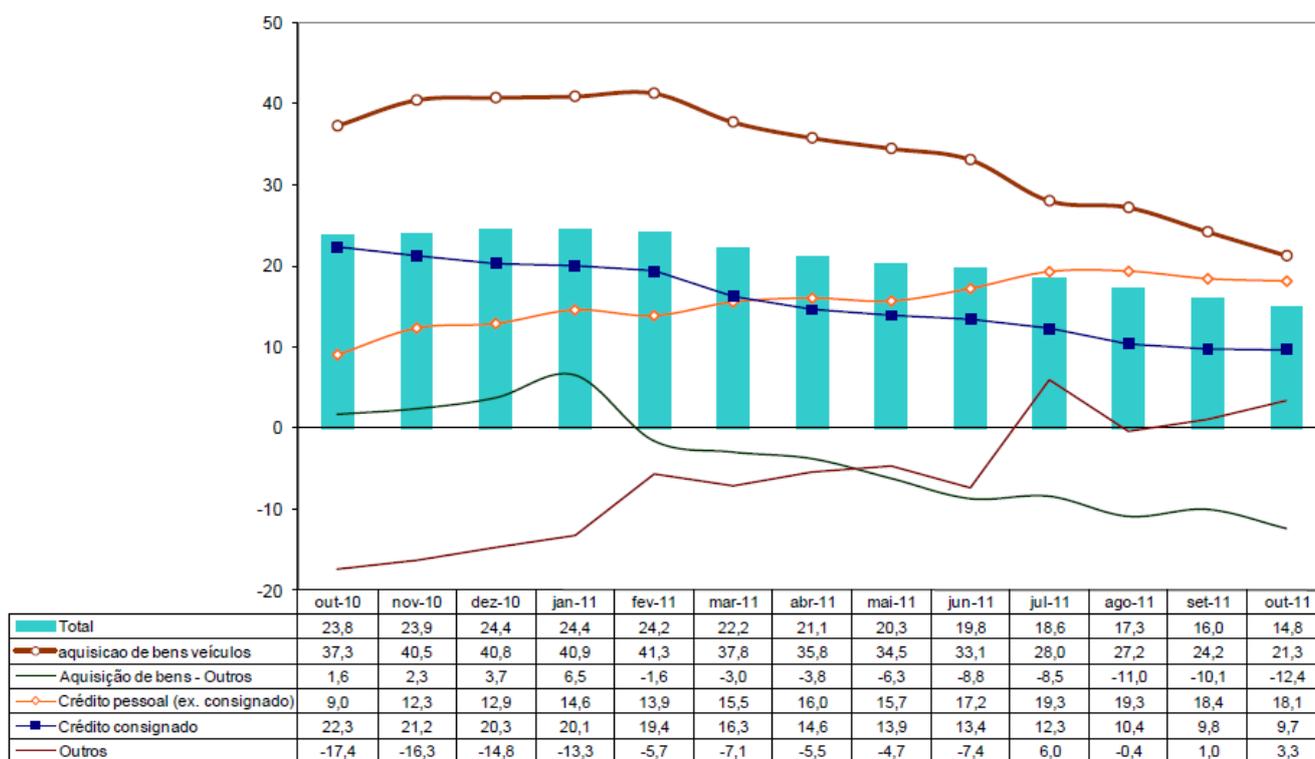
| | 2010 | | | | 2011 | | | | Variação acumulada no ano | |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------------------------|------|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV | 2010 | 2011 |
| PIB pm | 9,3 | 8,8 | 6,9 | 5,3 | 4,2 | 3,3 | 2,1 | 1,4 | 7,5 | 2,7 |
| Imposto sobre produtos | 14,5 | 12,6 | 11,1 | 9,1 | 6,5 | 5,9 | 3,0 | 2,0 | 11,7 | 4,3 |
| Agropecuária | 7,0 | 9,0 | 5,5 | 2,3 | 3,33 | -0,6 | 6,9 | 8,4 | 6,3 | 3,9 |
| Indústria | 15,4 | 13,9 | 8,9 | 4,9 | 3,8 | 2,1 | 1,0 | -0,4 | 10,4 | 1,6 |
| Serviços | 6,2 | 5,8 | 5,2 | 4,8 | 4,0 | 3,7 | 2,0 | 1,4 | 5,5 | 2,7 |
| Consumo - total | 7,1 | 6,2 | 5,7 | 6,1 | 4,9 | 5,1 | 2,4 | 1,9 | 6,2 | 3,5 |
| Famílias | 8,5 | 6,2 | 5,9 | 7,3 | 6,0 | 5,6 | 2,8 | 2,1 | 6,9 | 4,1 |
| Governo | 3,1 | 6,2 | 5,1 | 2,8 | 1,8 | 3,5 | 1,2 | 1,3 | 4,2 | 1,9 |
| FBCF | 29,9 | 27,2 | 20,3 | 11,1 | 8,8 | 6,2 | 2,5 | 2,0 | 21,3 | 4,7 |
| Exportação | 15,4 | 6,9 | 11,3 | 13,2 | 4,0 | 6,2 | 4,1 | 3,7 | 11,5 | 4,5 |
| Importação | 40,6 | 38,7 | 40,0 | 26,4 | 13,4 | 14,8 | 5,8 | 6,4 | 35,8 | 9,7 |
| PIBmp variação dessazonalizada (%) | 1,9 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 0,6 | 0,5 | -0,1 | 0,3 | | |

Extraído de IPEA, 2012a, pp. 13. Fonte: IBGE

No entanto, a inflação medida pelo IPCA (acumulado no ano) manteve-se pressionada no teto da meta (6,5%) até o final de 2011, demonstrando que foram outros fatores – choque de oferta, elevação dos custos de produção, inflexibilidade para queda dos preços dos serviços, etc. – e não um excesso demanda agregada (conforme era a leitura do Banco Central), que definiram a trajetória ascendente dos preços entre 2009 e 2010 (Fundap, 2012d). Como mostra a tabela 6, o consumo total vinha apresentando uma trajetória de queda ao longo de 2010 (excetuando-se o último trimestre), enquanto a formação bruta de capital fixo, por exemplo, já mostrava uma desaceleração muito mais intensa durante aquele ano, principalmente entre o terceiro e o quarto trimestres, reforçando a tese de que as pressões inflacionárias eram originárias muito mais de um choque produtivo do que de um aumento da demanda agregada.

Com a adoção das medidas macroprudenciais, especialmente do aumento do requerimento de capital mínimo para empréstimos ao consumo, o governo atingiu o objetivo de moderar a expansão do crédito ao consumidor, que ocorreu de forma gradual e contínua ao longo de 2011 (sem resultar numa brusca contração), como mostra o gráfico 14. A intensidade da desaceleração de cada modalidade, entretanto, foi distinta. Foi no financiamento de aquisição de veículos que a redução ocorreu de forma mais intensa, cujo ritmo de crescimento real praticamente caiu pela metade, passando de 40,8% para 21,3% entre dezembro de 2010 e outubro de 2011. Outra desaceleração importante foi na modalidade de empréstimos consignados, que reduziu sua taxa de expansão de 20,3% para 9,7% no mesmo período (Cunha e Prates, 2012).

Gráfico 14: Saldo das operações de crédito às pessoas físicas alvo das medidas macroprudenciais – variação real em relação ao mesmo mês do ano anterior (%)



Extraído de Cunha e Prates, 2012, pp. 11. Fonte: BCB

“Vale mencionar que no caso de algumas modalidades (como aquisição de veículos e de outros bens e crédito pessoal, exceto consignado) o ritmo de expansão do crédito se acelerou no último trimestre de 2010, o que também pode ter condicionado a adoção das medidas macroprudenciais em dezembro daquele ano.

Assim, a evolução da taxa de variação revela que essas medidas foram eficazes em desacelerar a expansão das operações nos seus dois principais alvos (financiamento à aquisição de veículos e crédito consignado) tanto em função da sua maior participação no total do crédito às pessoas físicas, como do seu perfil (maior descasamento de prazos e também, no primeiro caso, aumento do desequilíbrio entre os valores dos empréstimos e das garantias)” (Cunha e Prates, 2012, pp. 12).

No entanto, embora tenha sido eficaz em desacelerar o crédito ao consumo, principalmente nas modalidades com maiores riscos possíveis de gerar instabilidades, o aumento do capital mínimo para empréstimos teve alguns efeitos colaterais negativos. Um deles foi o deslocamento da demanda por crédito para as modalidades de empréstimo rotativo (cheque especial e cartão de crédito), que possuem altas taxas

de juros. “Diante da menor oferta de linhas com condições de prazo e custo menos desfavoráveis, os consumidores passaram a recorrer a essas operações, de fácil contratação”. Outro efeito negativo foi o aumento do *spread* e da taxa de juros, também decorrente da elevação da alíquota do IOF sobre operações de crédito ao consumidor a partir de abril de 2011. Como resultado inevitável da combinação desses dois efeitos, um terceiro foi a elevação da inadimplência (Cunha e Prates, 2012).

“A maior utilização de modalidades de crédito rotativo, com taxa de juros ainda mais extorsivas, simultaneamente à menor oferta e piora nas condições de custo (e prazo) das demais modalidades de crédito ao consumidor, deterioraram a capacidade de pagamento dos devedores. (...) Ademais, o contexto de maior inadimplência acabou reforçando a desaceleração do crédito, pois aumentou a cautela dos bancos na concessão de recursos, com impacto negativo sobre a oferta e, simultaneamente, pressionou os *spreads* e os juros das operações, desestimulando a demanda.” (Cunha e Prates, 2012, pp. 16-17).

Também merece destaque o aumento do comprometimento da renda das famílias com o pagamento de dívidas bancárias que, assim como a inadimplência, também foi consequência tanto do aumento da participação das modalidades mais caras (crédito rotativo) como da elevação do custo financeiro. No entanto, apesar destes efeitos colaterais, as medidas de cunho regulatório adotadas pelo governo brasileiro tiveram um papel importante em auxiliar e mesmo potencializar os efeitos da política monetária. As medidas macroeconômicas “apresentam vantagens frente à alta da taxa de juros básica, especialmente no caso da economia brasileira, na medida em que não ampliam o custo da dívida pública e o diferencial entre os juros internos e externos (e, com isso, as pressões em prol da apreciação cambial em momentos de abundância de recursos externos)” (Cunha e Prates, 2012, pp.19).

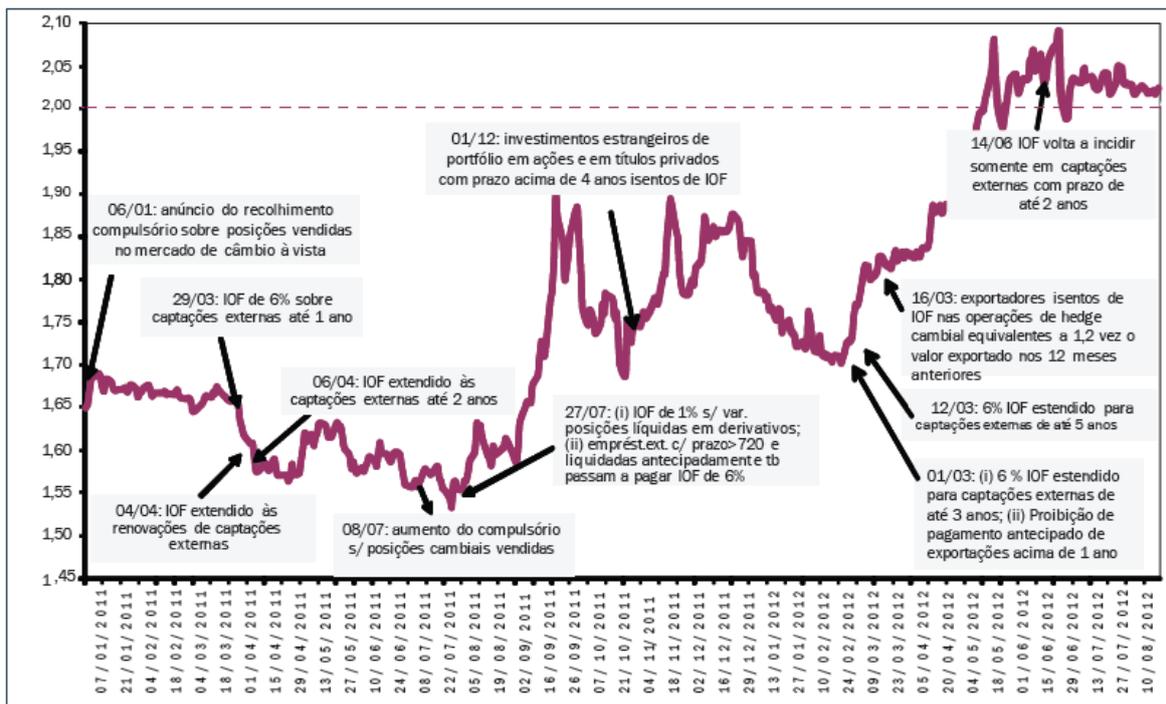
O primeiro semestre de 2011 coincide também com o início do governo da presidente Dilma Roussef. Embora o tripé de regime de política macroeconômica (meta de inflação, regime de câmbio flutuante e metas de superávit primário), herdado dos governos anteriores, tenha sido mantido, ocorreu uma alteração qualitativa na gestão desse regime. Com relação à política monetária, por exemplo, houve alterações significativas em sua operacionalização e na utilização de seu principal instrumento, a meta da taxa Selic. Como mostrado anteriormente, a autoridade monetária brasileira trocou a estratégia de forte elevação da meta dos juros pelo gradualismo: o Banco Central optou por aguardar os efeitos das medidas de natureza macroprudencial de controle de crédito às pessoas físicas, adotadas em dezembro de

2010 e em abril de 2011, em vez de sobrecarregar a política de juros. Dessa maneira, o Comitê de Política Monetária (Copom) promoveu um aumento do prazo para cumprimento da meta de inflação (sua convergência para o centro da meta) e decidiu elevar gradualmente a taxa básica de juros em 1,75 pontos percentuais em cinco reuniões consecutivas, entre os meses de janeiro e julho de 2011, de forma a diminuir os efeitos negativos (de um forte aumento da Selic) sobre o nível de atividade econômica, o custo financeiro da dívida pública e a taxa de câmbio (Fundap, 2012c).

No âmbito da política cambial, além da diminuição da volatilidade do câmbio (para atingir os objetivos de controle da inflação e estabilidade financeira) e do acúmulo de reservas (voltado para a redução da vulnerabilidade externa), ampliou-se o leque de objetivos e metas dessa política, que passou a incluir o patamar da taxa de câmbio diante da crescente deterioração da competitividade externa da indústria brasileira. O BCB e o Ministério da Fazenda passaram a atuar de maneira mais coordenada em relação aos objetivos da política macroeconômica em geral e da política cambial, particularmente (Fundap, 2012c).

Outra alteração importante da política cambial no governo Dilma consiste na ampliação do conjunto de instrumentos utilizados para atingir suas metas e objetivos. Desde janeiro de 2011, o BCB e o Ministério da Fazenda promoveram não somente alterações das alíquotas do IOF sobre investimentos estrangeiros de portfólio, mas também impuseram esse mesmo tipo de controle de capital sobre as captações externas, inclusive sobre empréstimos intercompanhias. Ademais, implementaram dois novos instrumentos regulatórios: (i) a regulação financeira prudencial, ao impor recolhimento compulsório sobre as posições vendidas dos bancos no mercado à vista; e (ii) a regulação das operações com derivativos cambiais, ao impor IOF de 1% sobre as posições líquidas vendidas nesses derivativos acima de US\$ 10 milhões. Deste modo, ao invés de recorrer quase que exclusivamente às intervenções no mercado de câmbio à vista e ao acúmulo de reservas, o governo Dilma vem ampliando o conjunto de instrumentos regulatórios, aumentando, assim, o raio de manobra e a eficácia da política cambial (Fundap, 2012c).

Gráfico 15: Taxa de câmbio nominal R\$/US\$



Extraído de Fundap, 2012c, pp. 11. Fonte: BCB

Como mostra o gráfico acima, as medidas regulatórias foram utilizadas de forma dinâmica, ou seja, ajustadas em função das mudanças no ambiente macroeconômico e financeiro internacional, que afetaram o ingresso líquido de capitais. No entanto, em função do ambiente macroeconômico (patamar da taxa básica de juros) e institucional (grau de abertura financeira) domésticos, bancos e empresas residentes e investidores não residentes encontraram várias formas de burlar esses instrumentos – estratégia conhecida como arbitragem regulatória –, de forma que somente com a adoção da regulação sobre as posições líquidas em derivativos cambiais, em julho de 2011, que puniu as apostas dos investidores estrangeiros na apreciação do real, que a estratégia do governo de levar a taxa de câmbio a um patamar mais competitivo para a indústria nacional revelou-se mais eficaz. Porém, também deve-se destacar que o impacto negativo do aprofundamento da crise na zona do euro (sobre os fluxos de capitais para os países emergentes e a busca por risco) contribuiu para a eficácia da política cambial, uma vez que provocou a desvalorização da moeda brasileira num contexto de desmontagem de posições (à vista e futura) em ativos financeiros vinculados ao real. Além disso, o efeito deflacionário da deterioração do cenário externo sobre os preços das *commodities* atenuou o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação doméstica, reduzindo o conflito entre os objetivos “controle da inflação” e “competitividade externa” (Fundap, 2012c).

Já com relação à política fiscal, esta teve no primeiro semestre de 2011 um perfil contracionista, responsável pela elevação do superávit primário do setor público de 2,8% do PIB (no acumulado de 12 meses) em dezembro de 2010 para 3,7% do PIB em agosto de 2011. No entanto, a partir do segundo semestre, aliando os objetivos de reaquecimento econômico (diante do quadro de deterioração da economia internacional com o aprofundamento da crise na zona do euro) ao aumento da competitividade da indústria nacional, prejudicada, até então, pela apreciação cambial e pelo acirramento da concorrência nos mercados interno e externo, o governo promoveu a desoneração tributária de diversos setores. A maior parte das medidas de desoneração integrou o plano *Brasil Maior*, lançado em agosto de 2011, dentre as quais se destacam: redução do IPI sobre bens de investimento; instituição do Reintegra (Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras), que permite a devolução às empresas de 3% das receitas de exportação; redução gradual do prazo de devolução de créditos referentes ao PIS/Pasep/Cofins sobre bens de capital; ampliação do Simples Nacional; desoneração da folha de pagamento de setores intensivos em mão de obra (confeccões, móveis, calçados, softwares), e; estabelecimento de um novo regime tributário para o setor automotivo (Fundap, 2012c).

De acordo com a Fundap (2012c, pp. 8):

“Em um claro sinal de melhor coordenação das políticas macroeconômicas, a estratégia gradualista de combate à inflação, posta em prática pela autoridade monetária, foi acompanhada da adoção pelo Ministério da Fazenda de uma série de medidas nas esferas creditícia, cambial e fiscal. Além das medidas de restrição ao crédito ao consumo e de controle dos fluxos de capitais adotadas no primeiro semestre de 2011, foram estabelecidos, no segundo semestre, limites às operações especulativas de investidores estrangeiros com derivativos cambiais e lançadas medidas adicionais de austeridade fiscal.

A elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre operações de crédito para pessoas físicas, de 1,5% para 3,0% em abril de 2011, funcionou como instrumento auxiliar da política monetária ao potencializar o efeito do aumento gradual da meta da Selic. Já os controles de capitais atenuaram o impacto do aumento do diferencial de juros doméstico sobre a taxa de câmbio do real, cuja queda (apreciação do real) vinha afetando seriamente a competitividade da indústria brasileira, tanto no mercado internacional como no doméstico, em razão da concorrência dos produtos importados. Já o compromisso assumido de controlar as contas públicas, reiterado com o anúncio, em agosto, da ampliação do esforço fiscal em R\$ 10 bilhões em 2011, teria contribuído, na visão do governo, para aliviar as pressões sobre a política monetária, permitindo que o

BCB iniciasse uma nova fase de corte da meta da taxa Selic, tão logo percebeu os sinais de deterioração do cenário externo, com agravamento da crise das economias da área do euro”.

No segundo semestre de 2011, o agravamento da crise soberana da área do euro contribuiu para impactar negativamente a atividade econômica brasileira, principalmente sobre o setor industrial. A crise dos países da zona do euro teve sua origem nos desequilíbrios de balanço de pagamentos advindos de divergências de custos e competitividade entre os países do bloco. A introdução da moeda única reduziu drasticamente os custos dos financiamentos externos dos países europeus periféricos, levando essas economias a contraírem excessivo volume de endividamento. Enquanto na Irlanda e Espanha, a alavancagem foi realizada principalmente pelo setor privado, em especial pelo setor de construção, na Grécia, Itália e Portugal o endividamento foi realizado em grande parte pelo setor público. Quando a crise internacional se agravou e os fluxos de recursos externos se retraíram, essas economias entraram em colapso (BNDES, 2011).

No início de 2010, a evolução da crise na área do euro se agravou com a forte elevação do endividamento público dos países do bloco. No entanto, os mercados se acalmaram quando foi anunciado, em maio (2010), um pacote de ajuda à Grécia, o lançamento de um fundo de estabilização e o início da compra de títulos soberanos em poder dos bancos pelo Banco Central Europeu (BCE). Porém, a partir de setembro a crise se agrava novamente com uma nova onda de turbulência com centro na Irlanda. No entanto, a compra de dívida soberana pelo BCE, o pacote de ajuda da União Europeia e do FMI, o plano de austeridade fiscal e o anúncio, em dezembro, da criação em caráter permanente de um mecanismo de apoio aos países em dificuldade financeira em 2013 (denominado Mecanismo Europeu de Estabilidade) não foram suficientes para acalmar os mercados, e a crise de endividamento foi afetando, em sequência, outras economias, como Portugal, Espanha e Itália (Cunha e Prates, 2011).

No segundo semestre de 2011, porém, a crise de endividamento soberano se aprofundou pela ausência de coordenação política entre os países do bloco para a adoção e implementação das medidas de consolidação fiscal e ajustamento necessárias, o que agravou a crescente perda de confiança dos mercados em função da exposição e da fragilidade do sistema bancário europeu às dívidas soberanas das economias periféricas da zona do euro (BNDES, 2011).

“Em resposta, diversos países adotaram planos de consolidação fiscal visando estancar a perda de confiança dos mercados. No entanto, a desalavancagem do setor público, ao se somar com a que já vem ocorrendo no setor privado, torna não apenas incipiente o processo de recuperação do crescimento econômico, mas também faz o ajustamento fiscal ser contraproducente. Isso ocorre em função de os fluxos de receita tributária se reduzirem devido a queda do nível de atividade, o que, por conseguinte, faz com que a dívida pública se eleve, requerendo uma postura fiscal ainda mais austera, comprometendo a recuperação do nível de atividade. Entra-se, portanto, em um círculo vicioso” (BNDES, 2011, pp. 5).

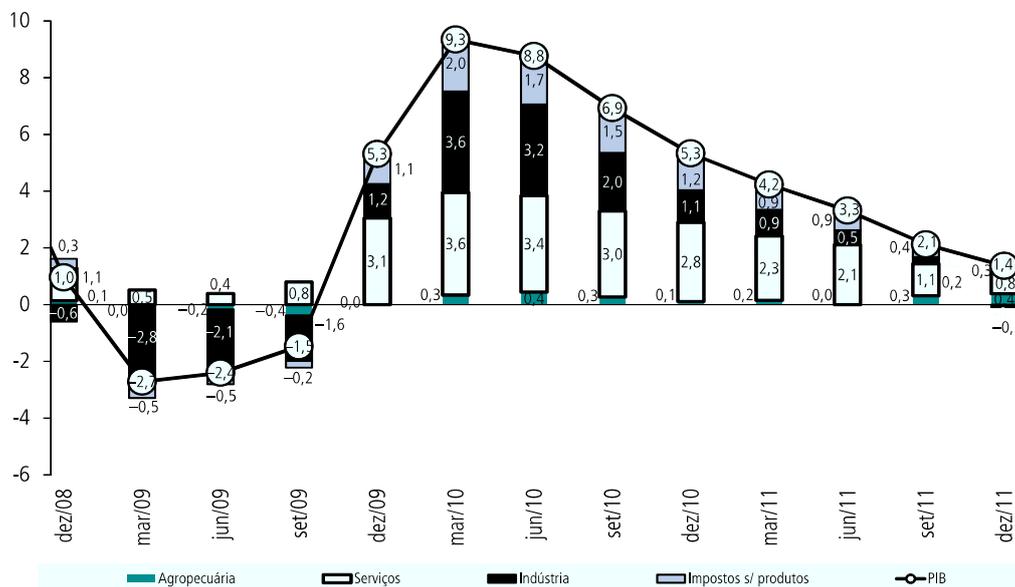
Configurou-se, assim, um cenário recessivo na zona do euro, determinado pelas medidas de austeridade fiscal impostas pelo BCE aos países problemáticos, dentro de um ciclo vicioso de rodadas de rebaixamento nos *ratings* de crédito dos países da periferia do euro, novas exigências de cortes nos gastos públicos nos pacotes de ajuda financeira, elevação do custo financeiro na rolagem das dívidas públicas e, no momento posterior, maior queda da atividade econômica. Nesse contexto, as empresas brasileiras sofreram o impacto da demanda externa enfraquecida e da grande quantidade de importações de bens finais e intermediários⁶, além da crescente dificuldade em captar recursos no mercado financeiro internacional. Somando-se a isso, confirmou-se o enfraquecimento da fase de expansão da demanda efetiva, que já vinha perdendo força desde o final de 2010. Deste modo, o PIB brasileiro terminou 2011 com um crescimento de apenas 1,4% no último trimestre e de 2,7% no acumulado do ano, em relação ao mesmo período de 2010 (Fundap, 2012a).

Analisando a evolução da economia brasileira nos últimos anos pela ótica da oferta, observa-se pelo gráfico 16 abaixo que a indústria é o setor que apresenta a queda mais expressiva na contribuição ao crescimento, na comparação trimestral. Depois de crescer 3,6% no primeiro trimestre de 2010 sobre o mesmo período de 2009, o setor industrial brasileiro inicia uma trajetória de queda da taxa de crescimento ao longo de sete trimestres consecutivos – 3,2%, 2,0%, 1,1%, 0,9%, 0,5%, 0,2% e - 0,1% - até encerrar o último trimestre de 2011 contribuindo negativamente para o crescimento do PIB. Com este resultado, o setor industrial contribuiu apenas 0,4% ao crescimento do valor agregado da economia em 2011 (de 2,7%), uma queda de 2 p.p. quando comparado à 2010, ano em que contribuiu com 2,4% do crescimento do PIB

⁶ A menor atividade econômica nos países centrais acirrou a disputa pelo mercado interno brasileiro através de estratégias mais ousadas de países e empresas multinacionais, no sentido de ampliarem suas exportações para o Brasil (Fundap, 2012a).

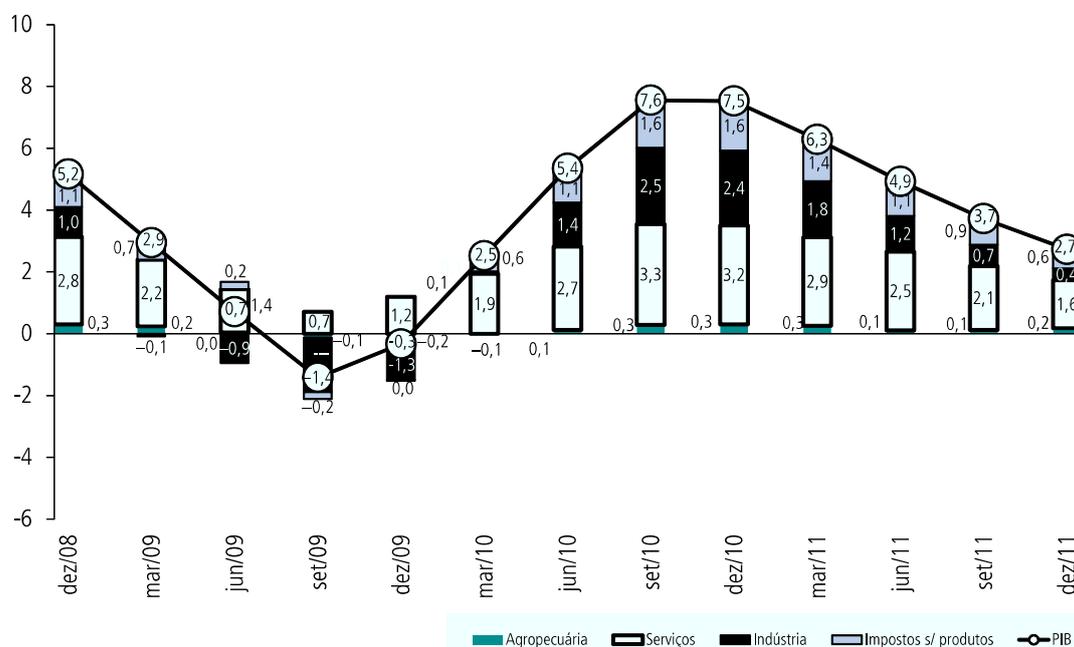
(de 7,5%), como mostra o gráfico 17. Deste modo, a participação relativa da indústria no crescimento do PIB caiu de 32,1% para 13,9% (IPEA, 2012a).

Gráfico 16: Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento
(taxa de variação trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



Extraído de IPEA, 2012a, pp. 12. Fonte: IBGE

Gráfico 17: Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento
(taxa de variação acumulada em quatro trimestres, em %)



Extraído de IPEA, 2012a, pp. 12. Fonte: IBGE

Já o setor de serviços, embora também tenha mostrado uma queda ao longo da série trimestre sobre mesmo trimestre do ano anterior, sua participação relativa ao crescimento do PIB aumentou, passando de 42,5% em 2010 para 57,0% em 2011

(IPEA, 2012a). O desempenho desse setor é de extrema relevância uma vez que representa mais da metade do PIB (57,11% em 2011, segundo valores do IBGE a preços correntes), o que reafirma a importância do mercado interno para o crescimento da economia brasileira. No acumulado do ano, a contribuição de 1,6% ao crescimento do PIB também foi a maior entre os setores produtivos, embora essa contribuição tenha sido superior no ano de 2010 (3,2%).

O setor agropecuário também elevou sua participação no crescimento do produto interno bruto, de 4,1% em 2010 contra 6,9% em 2011 (IPEA, 2012a), mas esse aparente crescimento foi muito mais em função da queda do valor do PIB do que devido a um crescimento na contribuição à expansão do valor agregado da economia, que, ao contrário, recuou de 0,3% para 0,2% entre 2010 e 2011 (ver gráfico 17).

Como pode-se observar na tabela 6 acima, que mostra a taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano, a desaceleração do PIB foi reflexo do fraco desempenho apresentado pela maioria dos setores produtivos, à exceção da agropecuária, que apresentou uma expressiva recuperação entre o segundo e o terceiro trimestre de 2011 (quando comparados, respectivamente, aos mesmos trimestres de 2010), e voltou a acelerar no último quarto do ano, registrando alta de 8,4%, a maior desde o segundo trimestre de 2010. Segundo o IPEA (2012a, pp. 11), “além dos ganhos de produtividade, este resultado pode se explicado pelo forte aumento da produção de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras neste período, como, por exemplo, o fumo (+22,0%), o feijão (+10,9%), a mandioca (+7,3%) e a laranja (+2,8%)”.

O setor de serviços, ao contrário, na comparação interanual apresentou sucessivas quedas na taxa real de crescimento (ver também gráficos 16 e 17). Isso reflete, na verdade, um conjunto de fatores como as medidas adotadas no ano de 2010 e 2011 com o intuito de desaquecer a demanda interna e manter a inflação sobre controle, seguida pelo quadro de deterioração da atividade doméstica em função tanto da conjuntura externa desfavorável quanto do aumento do grau de endividamento dos agentes econômicos em 2011.

Já a indústria segue o mesmo declínio do setor de serviços, porém a taxas muito maiores. Enquanto no ano de 2010 o setor acumulou um crescimento real de 10,4%, em 2011 esse valor caiu para apenas 1,6%, revelando um forte declínio da atividade produtiva nacional. Quando separado por categorias de uso, observa-se que os bens de consumo duráveis foi o subsetor que mais impactou negativamente o setor

industrial, com contração de 9,5% no quarto trimestre de 2011 ante o mesmo período do ano anterior (ver tabela abaixo), em função principalmente da queda na produção de automóveis – em consequência também das férias coletivas concedidas no setor no mês de outubro, a fim de conter o aumento nos estoques, promovendo, dessa forma, um ajuste destes à demanda (IEDI, 2012). Vale ressaltar, contudo, que no quarto trimestre de 2011 todas as categorias apresentaram queda, o que tornou inevitável um movimento tipicamente recessivo do setor.

Tabela 7: Indicadores da produção industrial por categorias de uso
(índice trimestral – igual trimestre do ano anterior)

| Categorias de Uso | 2011 | | | |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 1º tri | 2º tri | 3º tri | 4º tri |
| Bens de Capital | 8,6 | 2,5 | 4 | -1,4 |
| Bens Intermediários | 1,8 | 0,5 | -0,4 | -0,8 |
| Bens de Consumo Duráveis | 5,1 | -1 | -2,2 | -9,5 |
| Bens de Consumo Semi e Não Duráveis | 1,1 | -0,2 | -0,2 | -1,5 |
| Indústria Geral | 2,8 | 0,6 | 0 | -2,1 |

Fonte: IBGE. Elaboração própria

Na comparação trimestre sobre trimestre imediatamente anterior, todos os setores se contraíram no último trimestre de 2011, com destaque para os bens de consumo duráveis, especialmente na passagem do primeiro para o segundo trimestre (queda de 6,6%). Ambos os índices, trimestral e trimestre/trimestre imediatamente antecedente, mostram que a produção industrial brasileira apresenta um comportamento caracteristicamente recessivo: o índice trimestral, após variar a taxas decrescentes e apresentar um trimestre de estagnação, encolheu no último trimestre de 2011; no índice trimestre/trimestre imediatamente anterior, se observa uma contração do setor já a partir do segundo trimestre de 2011. Nos dois índices, entretanto, a queda concentra-se principalmente na produção de bens de consumo duráveis.

Tabela 8: Indicadores da produção industrial por categorias de uso
(índice trimestre/trimestre imediatamente anterior – com ajuste sazonal)

| Categorias de Uso | 2011 | | | |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 1º tri | 2º tri | 3º tri | 4º tri |
| Bens de Capital | 4 | -1,2 | 0,8 | -3,8 |
| Bens Intermediários | 0,5 | 0,2 | -1 | -0,4 |
| Bens de Consumo Duráveis | 3,9 | -6,6 | -2,2 | -3,8 |
| Bens de Consumo Semi e Não Duráveis | 1,1 | -1 | 0,2 | -1,1 |
| Indústria Geral | 0,9 | -0,4 | -0,8 | -1,6 |

Fonte: IBGE. Elaboração própria

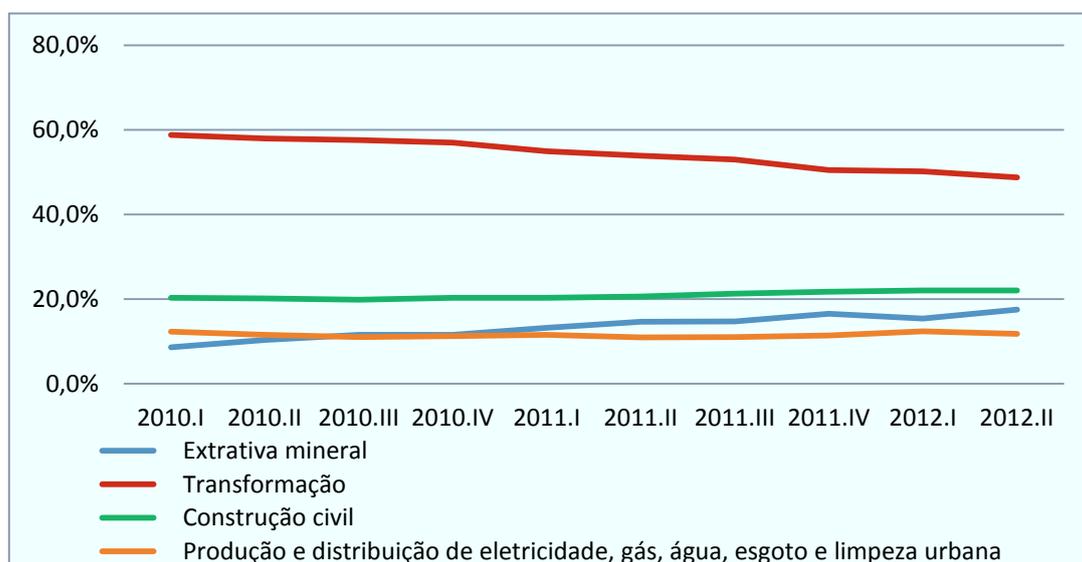
Porém, quando se analisa o setor industrial sob a ótica das classes de produção, é a indústria de transformação o principal responsável pela retração do setor. Embora ainda o subsetor com maior participação na produção industrial do país, essa porcentagem vem diminuindo em função de seu intenso desaquecimento desde 2010 (ver gráfico 18). De acordo com dados recentes do IBGE (valores de cada trimestre a preços correntes), no índice trimestre/trimestre imediatamente anterior a indústria de transformação apresenta fortes contrações no primeiro (-11,6%) e último (-4,8%) trimestre de 2011, como mostra a tabela abaixo. Outras classes como a extrativa mineral, por exemplo, apresentou também grandes variações no período considerado, mas, por outro lado, vem ganhando participação na produção industrial, ao contrario da indústria de transformação. As outras categorias, no entanto, vem mantendo praticamente constante suas contribuições ao PIB industrial.

Tabela 9: Variação trimestre/trimestre imediatamente anterior por classe de produção

| | 2010 | | | 2011 | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|--------|
| | II | III | IV | I | II | III | IV |
| Extrativa Mineral | 36,90% | 21,80% | -0,10% | 5,40% | 20,20% | 4,90% | 11,90% |
| Transformação | 13,20% | 8,10% | -0,90% | -11,60% | 6,60% | 2,20% | -4,80% |
| Construção Civil | 14,10% | 7,00% | 2,30% | -8,10% | 10,30% | 7,30% | 2,00% |

Fonte: IBGE. Elaboração própria

Gráfico 18: Participação dos principais subsetores no PIB da indústria



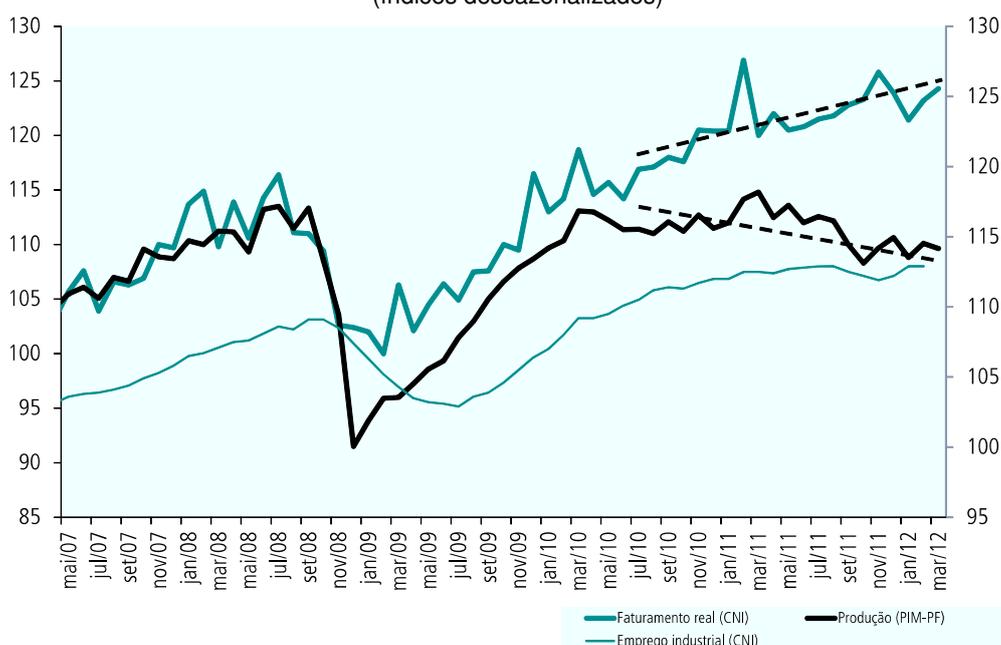
Fonte: IPEADATA. Elaboração própria

Embora os setores mais ligados à demanda apresentem, ainda, um certo dinamismo, tem se tornado cada vez mais evidente que o setor industrial brasileiro apresenta sérios gargalos estruturais, como a falta de competitividade, que tem impedido que a produção reaja aos estímulos tanto do governo como do mercado

doméstico. Por trás deste fator estão os efeitos negativos da taxa de cambio excessivamente valorizada, que torna mais caro os produtos nacionais no mercado externo ao mesmo tempo em que aumenta a concorrência entre a produção voltada para o mercado interno e os similares importados. Além disso, se por um lado a lenta recuperação da economia mundial diminui a demanda externa pelos produtos nacionais, por outro lado torna o país um dos principais destinos para a entrada de produtos estrangeiros, dado o potencial do mercado interno brasileiro. “Este processo tem se espalhado por toda a cadeia produtiva, na medida em que os empresários cada vez mais substituem insumos, componentes, e até mesmo bens finais pelos seus concorrentes importados, impactando negativamente setores importantes da indústria” (IPEA, 2012a, pp. 21-22).

Um forte indicador de que a substituição de insumos nacionais por importados vem de fato se intensificando na economia brasileira encontra-se na comparação entre a evolução do faturamento real (medido na pesquisa *Indicadores Industriais/CNI*) e a evolução da produção física (medida na pesquisa PIM-PF/IBGE). O gráfico abaixo mostra essa comparação para a indústria de transformação, a classe industrial que mais tem apresentado resultados negativos. Como se observa, há um claro descolamento entre a produção e o faturamento real a partir da segunda metade de 2010, e esse *gap* só é possível através do aumento da importação de insumos industriais pelos empresários (IPEA, 2012a).

Gráfico 19: Faturamento real versus produção física: indústria de transformação
(índices dessazonalizados)



Extraído de IPEA, 2012a, pp. 22. Fonte: IBGE/CNI

Este processo também ajuda a explicar o aparente paradoxo entre a desaceleração da produção industrial e a manutenção do nível de emprego num patamar elevado. Apesar dos empresários terem perdido uma parcela importante do gasto familiar com o consumo para os bens importados – que tem escoado através do vazamento externo – eles conseguiram manter um bom desempenho do faturamento real, utilizando, como estratégia, a redução dos custos via importação dos insumos. Além disso, a manutenção da taxa de ocupação no setor industrial em níveis elevados possui, também, dois outros fatores importantes: o crescimento da formalização do trabalho nos últimos anos, que tem encarecido os custos associados a possíveis demissões; e a escassez de mão de obra qualificada em vários segmentos da indústria, o que tem forçado as empresas a investirem mais no treinamento de novos funcionários, aumentando, assim, a sua importância no processo produtivo (IPEA, 2012a).

Dentre os fatores conjunturais que explicam o fraco desempenho do setor industrial a partir de meados de 2011, destacam-se as medidas adotadas pelo governo como os movimentos de subida da taxa básica de juros aliados à adoção de medidas macroprudenciais, que promoveram o aumento dos custos de financiamento e redução dos estímulos ao consumo, ambos impactando negativamente sobre a demanda por novos investimentos no setor produtivo da economia. A deterioração da conjuntura internacional, na medida em que reduziu a demanda externa e as exportações brasileiras, provocou um acúmulo indesejado de estoques, forçando um realinhamento da oferta à demanda. Porém, a atual crise da indústria brasileira tem revelado que os principais entraves ao crescimento são, no entanto, os fatores estruturais, também conhecido como “custo Brasil”. O principal deles talvez seja a precariedade da infraestrutura, com uma extensa e má conservada malha rodoviária; pouquíssimas ferrovias e hidrovias, que auxiliariam no escoamento da produção e na redução de seus custos; portos inoperantes; e alto custo de energia. A alta carga tributária, o elevado grau de burocracia e o baixo investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) são também outros fatores importantes que tem contribuído para a perda de competitividade da indústria brasileira e de espaço para o mercado externo (IPEA, 2012a).

Analisando, no entanto, a evolução da economia brasileira nos últimos anos pela ótica da demanda, os resultados divulgados com relação a 2010 e 2011 deixam evidente a importância do consumo total para o crescimento da economia, em especial do consumo das famílias. Conforme mostra a tabela 6 acima, há uma expressiva

diferença entre as taxas médias trimestrais de crescimento real do PIB de 2010 e 2011, muito em função da brusca contração no terceiro trimestre de 2011 em todas as esferas da demanda agregada. O consumo total, por exemplo, que compreende a soma do consumo dos indivíduos e do governo, cresceu apenas 3,5% em 2011 depois de um crescimento de mais de 6% no ano anterior. Essa variação negativa se deu principalmente pela retração do consumo do governo, que no acumulado expandiu 4,2% em 2010 (principalmente pelas taxas expressivas do segundo e terceiro trimestres, 6,2% e 5,1% respectivamente, sob o mesmo período de 2009) mas apenas 1,9% em 2011. Contudo, as taxas trimestrais de variação real do PIB mostram também uma grande redução no consumo de bens e serviços pelas famílias, sobretudo no fim de 2011, esfera esta que tem sido o vetor de expansão e alvo das principais políticas do governo.

A piora verificada no desempenho do consumo das famílias ao longo de 2011, refletida numa média de crescimento de apenas 0,5%, possui algumas causas. Em primeiro lugar pode-se destacar a política monetária restritiva adotada pelo governo diante de um diagnóstico de aumento das taxas de inflação e de excesso de demanda. Os estímulos provenientes de um mercado de trabalho ainda aquecido, associado à manutenção de um patamar elevado do nível de renda, foram suavizados pelos efeitos do aumento da taxa básica de juros e da adoção de políticas macroprudenciais, contribuindo para uma desaceleração do consumo entre o final de 2010 e os dois primeiros trimestres de 2011. A alta dos preços observada neste período, ao retirar parte dos ganhos no poder de compra dos salários, também foi um fator importante para reduzir a disposição das famílias em consumir (IPEA, 2012a).

Considerando o ritmo de crescimento do consumo nos meses anteriores, o encarecimento do crédito e o aumento dos juros acarretaram, como já apontado anteriormente, num comprometimento maior da renda mensal das famílias com o pagamento de dívidas passadas e num aumento dos níveis de inadimplência, que também surtiram um efeito negativo sobre o consumo dos indivíduos. Com um orçamento mais apertado, o nível de confiança dos consumidores em assumir novos endividamentos caiu, afetando os gastos para aquisição de novos produtos, sobretudo os bens de consumo duráveis. E aliado a esses fatores, a deterioração do cenário externo a partir do segundo semestre de 2011 contribuiu para a elevação das incertezas quanto aos possíveis efeitos da crise externa na economia brasileira, que culminou em uma contração de 0,1% do consumo das famílias no terceiro trimestre de 2011, em relação ao trimestre anterior, pior resultado desde o agravamento da crise

no final de 2008 (IPEA, 2012a).

Como apontado também pela ótica da oferta, a redução significativa dos investimentos, entretanto, é que tem sido o principal gargalo da economia brasileira. Desde o início de 2010 a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) vem decrescendo na variação trimestral (trimestre contra mesmo período do ano anterior, ver tabela 6), principalmente a partir do último quarto desse ano, enquanto no acumulado há uma significativa redução do dinamismo econômico: 21,3% em 2010 para 4,7% em 2011, o que revela uma brusca queda quanto à constituição de novos investimentos). Na comparação trimestre sobre trimestre anterior a tendência de queda na expansão também se observa, em especial na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2010, culminando em uma contração no terceiro trimestre de 2011, como mostra a tabela abaixo.

Tabela 10: PIB – Demanda: taxa de variação trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal (%)

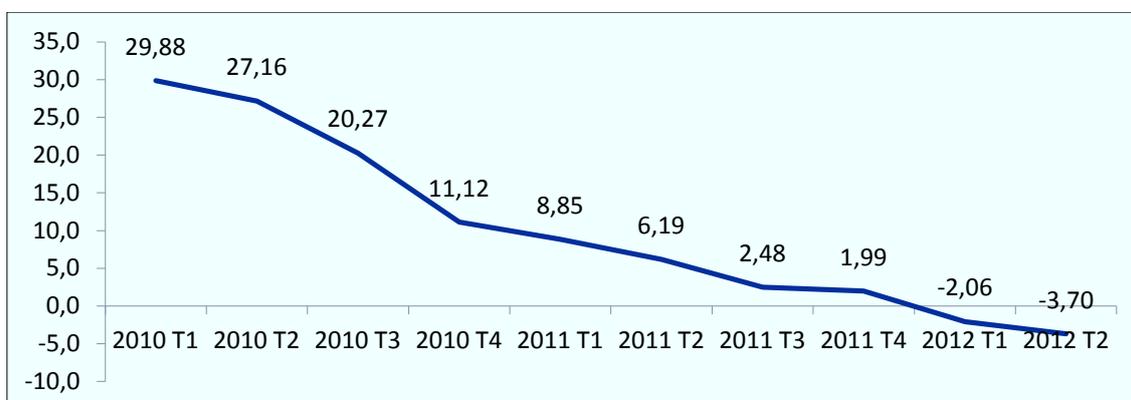
| Produto Interno Bruto | 1 tri 10 | 2 tri 10 | 3 tri 10 | 4 tri 10 | 1 tri 11 | 2 tri 11 | 3 tri 11 | 4 tri 11 |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Consumo das Famílias | 1,7 | 0,9 | 2,4 | 2,0 | 0,5 | 0,5 | -0,1 | 1,1 |
| Consumo do Governo | 0,8 | 1,2 | 0,8 | 0,2 | -0,1 | 2,0 | -0,8 | 0,4 |
| Formação Bruta de Capital Fixo | 3,2 | 3,6 | 3,4 | 0,5 | 1,2 | 1,1 | -0,4 | 0,2 |
| Exportações | 6,1 | -0,1 | 4,0 | 2,6 | -2,6 | 2,5 | 1,9 | 1,8 |
| Importações | 9,3 | 4,5 | 7,7 | 2,3 | -1,3 | 5,4 | -0,5 | 2,6 |

Extraído de Fundap, 2012a, pp. 14. Fonte: Contas Nacionais, IBGE

Como pode se observar, o terceiro trimestre foi o pior momento para a atividade econômica em 2011. Com exceção das exportações, que cresceu 1,9% neste período – em virtude da elevação dos preços das *commodities* no mercado internacional (Fundap, 2012a) – os demais componentes da demanda agregada contraíram em relação ao segundo trimestre do mesmo ano: consumo das famílias (-0,1%), consumo do governo (-0,8%), FBCF (-0,4%), e importações (-0,5%). Sobre os investimentos, a volatilidade que se tem observado nos últimos trimestres condiz com seu padrão histórico de oscilação superior aos demais componentes da demanda (Ipea, 2012a). Como mostrou a tabela 6, a FBCF vem decrescendo desde o início de 2010 na comparação com o mesmo período do ano anterior, assim como mostra o gráfico 20 abaixo, construído com dados recentes do IBGE (a preços correntes). Na comparação trimestre contra trimestre anterior, a tabela 10 mostra melhor a volatilidade mencionada, com destaque para as quedas significativas de crescimento na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2010 (0,5%, ante 3,4% do período anterior) e na passagem do segundo para o terceiro trimestre de 2011 (contração de

0,4%, ante um crescimento de 1,1%).

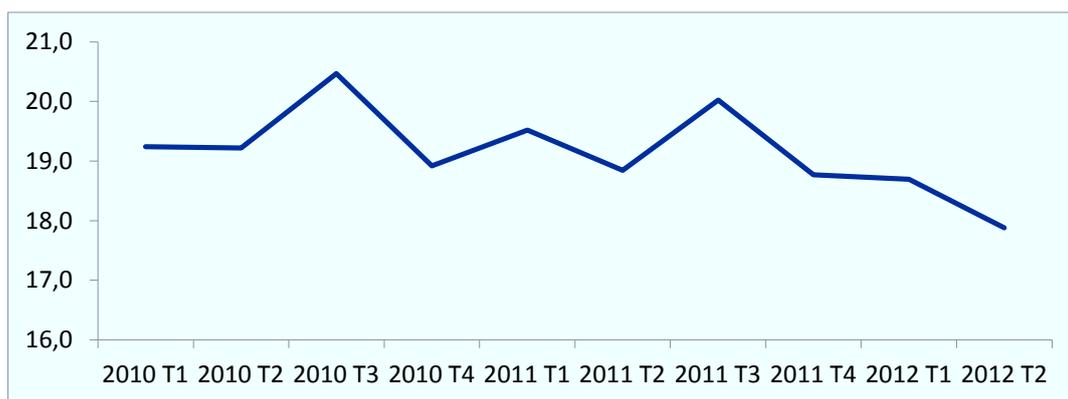
Gráfico 20: Formação Bruta de Capital Fixo – variação percentual em relação ao mesmo período do ano anterior



Fonte: IBGE. Elaboração própria

Depois de crescer no pós-crise estimulado pelo forte ritmo de expansão do consumo privado e pela melhora nas condições de financiamento, a FBCF iniciou uma trajetória de queda no início de 2010 quando surgiu, pela primeira vez, um receio de descompasso entre a oferta e demanda, que fez com que o governo desse início a um aperto da política monetária e retirasse alguns incentivos fiscais, que foram fundamentais para a saída da recessão em 2009. No entanto, a perda de fôlego dos investimentos se tornou mais intensa a partir da segunda metade de 2010, como mostra o gráfico 21, quando a indústria nacional também apresentou um fraco desempenho e surgiram os efeitos defasados do aumento da taxa de juros. Neste mesmo período, houve um aumento das taxas de inflação estimuladas pelo aumento do consumo privado, o que fez com que o governo promovesse um novo aperto de política monetária e fiscal ao final de janeiro de 2011, prejudicando ainda mais os investimentos. Como agravante, a intensificação da crise no cenário internacional a partir do segundo semestre, ao aumentar a possibilidade de uma nova crise em escala global, piorou ainda mais os riscos de formação de novos investimentos. Dentro deste contexto, a combinação entre menor atividade econômica, maturação de investimentos passados e estagnação da produção industrial levou a um aumento da folga na utilização da capacidade instalada, contribuindo para a queda do investimento (Fundap, 2012a; IPEA, 2012a e IEDI, 2012).

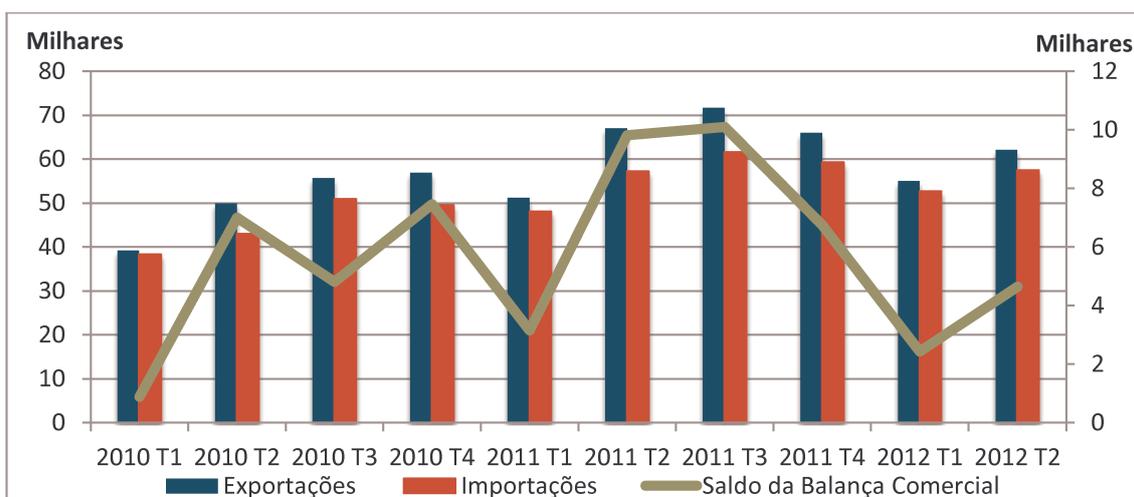
Gráfico 21: Taxa de investimento nominal (FBCF/PIB) – (%)



Fonte: IBGE. Elaboração própria

Já o setor externo brasileiro, apesar da queda de dinamismo também nos últimos trimestres de 2011, vem conseguindo manter positivo o saldo da balança comercial. Contudo, como a queda das importações vem ocorrendo a taxas menores do que a das exportações, esse saldo vem decrescendo na série histórica, como mostra o gráfico 22 abaixo. Na verdade, os números negativos das exportações se devem muito mais a uma queda dos preços - que vem ocorrendo desde o pico histórico em agosto de 2011 – do que a uma queda do *quantum* exportado que, ao contrário, vem apresentando uma trajetória de crescimento suave. Como o comércio exterior brasileiro permanece ainda muito dependente dos produtos com característica de *commodity*, a queda de preços no mercado internacional afeta significativamente a economia nacional. Segundo o IPEA (2012b, pp. 43) “minério de ferro, soja e petróleo foram responsáveis, sozinhos, por 44,5% da variação nas exportações totais. Se a estes forem agregados café, algodão, carne de frango e farelo e resíduos da extração de óleo de soja, chega-se a 55% da variação total”. Entretanto, o contrário se tem observado para as importações: o *quantum* tem caído mais intensamente na comparação com os preços, com destaque para o baixo crescimento das compras de matérias-primas e bens intermediários (4%), que respondem por quase 45% da pauta total. Apesar do auto dinamismo das importações, em função do escoamento externo apontado anteriormente e que tem promovido uma queda do saldo comercial, a quantidade importada também vem decrescendo como resultado do fraco desempenho da produção industrial doméstica nos últimos tempos. Contudo, com esse tímido desempenho da produção nacional, espera-se que o coeficiente de penetração das importações continue aumentando, uma vez que as importações devem continuar crescendo mais rapidamente do que a produção doméstica industrial (IPEA, 2012b).

Gráfico 22: Desempenho do comércio externo brasileiro - FOB



Fonte: IBGE. Elaboração própria

Assim, a partir deste cenário de desaceleração da atividade econômica (em função da contração tanto dos componentes da oferta quanto da oferta da demanda), o Banco Central brasileiro surpreendeu o mercado ao dar início, em agosto de 2011, a uma flexibilização da política monetária, explicitada pela redução da taxa básica de juros, mesmo com a inflação ainda ascendente e acima do centro da meta. Os gestores de política macroeconômica também iniciaram um processo de reversão das políticas macroeconômicas adotadas, antevendo um viés deflacionário da economia mundial diante de uma perspectiva de aprofundamento da crise da zona do euro (Fundap, 2012d).

No entanto, essas medidas não foram suficientes para alterar o cálculo empresarial no sentido de alavancar um ciclo de investimentos e ampliação da capacidade produtiva, de forma a reverter o quadro de desaquecimento industrial. Alguns fatores conjunturais estão presentes ainda no cenário econômico brasileiro, e que vem deteriorando a confiança das empresas e retardando a retomada do ciclo de expansão, como: (i) a reaceleração do consumo das famílias não está garantida após o vencimento dos incentivos fiscais concedidos pelo governo federal, dado o elevado comprometimento da renda disponível em pagamento de juros e amortizações; (ii) o cenário internacional inspira ainda cuidados e há perspectivas de um período prolongado de baixo crescimento econômico; (iii) o maior grau de penetração das importações no período recente afeta a produção local, ao reduzir sua capacidade de se beneficiar do acréscimo do consumo doméstico; (iv) as exportações, especialmente de bens manufaturados, continuam restringidas pelas medidas protecionistas de alguns países e pelo baixo crescimento mundial, além de sofrerem com a perda de

competitividade da indústria nacional. O resultado do PIB nos últimos meses é, na verdade, retrato desse contexto (Fundap, 2012d).

Conclusão:

O desempenho da economia brasileira nos últimos anos tem mostrado, portanto, que o Brasil se transformou num país cujo crescimento tem sido sustentado basicamente pelo consumo (de bens e serviços). Os dados mais recentes, contudo, ilustram claramente o efeito do multiplicador keynesiano: um aumento - ou no caso brasileiro, uma diminuição - do investimento resulta numa expansão – no caso, retração – da renda agregada em níveis superiores ao do investimento, de modo que o consumo das famílias, até agora sustentáculo do crescimento do PIB, vem tendo seu crescimento duramente atingido e não consegue manter o mesmo ritmo de alta da saída da crise de 2008, mostrando um esgotamento do padrão de crescimento sustentado no ciclo de consumo, principalmente nos bens de consumo duráveis (Fundap, 2012a; Fundap, 2012b).

O baixo nível de investimento dificulta o desenvolvimento do setor produtivo brasileiro, que com a falta de financiamentos de longo prazo – atualmente somente o BNDES supre a oferta de crédito compatível com os prazos dos investimentos produtivos – e os elevados custos de capital, com o aumento dos custos (energia elétrica, logística e insumos, por exemplo) e o elevado patamar da carga tributária, e com o real excessivamente valorizado e elevada penetração das importações na cadeia produtiva nacional, tem diminuído a competitividade das indústrias instaladas no Brasil. Embora o consumo das famílias e o setor de serviços tenham enorme participação na composição do PIB, fica cada vez mais evidente a necessidade de um setor produtivo nacional mais desenvolvido e integrado com o resto do mundo, mais dinâmico e competitivo e que sustente uma trajetória de crescimento mais sólida e menos vulnerável aos humores do mercado externo. Neste contexto, a retomada consistente da atividade industrial deve ser lenta, uma vez que o enfrentamento desses problemas estruturais não é trivial (IEDI, 2012; Fundap, 2012a; Fundap, 2012b).

No governo atual, constata-se uma melhor coordenação e harmonização das políticas monetária, cambial e fiscal, assim como uma maior flexibilização na gestão dessas políticas, com ampliação dos instrumentos utilizados, como os controles de capitais, os mecanismos de regulação financeira e a maior utilização da política creditícia e tributária, por exemplo. Contudo, essas mudanças ainda não são suficientes por si só para enfrentar os desafios que se colocam na economia brasileira: crescimento econômico sustentável com distribuição de renda e inclusão social,

apoiado no mercado interno mas sob liderança dos investimentos, principalmente em setores de ponta em termos tecnológicos, e não somente em setores tradicionais (Fundap, 2012c). Segundo Cunha e Prates (2011, pp. 13): “não parece ser sustentável a divergência entre a política macroeconômica e a estratégia de desenvolvimento. Assume-se aqui que a primeira deve estar subordinada à segunda”.

O desafio para o Brasil atualmente é garantir que a recuperação econômica seja sustentável e que as taxas de crescimento permaneçam altas no médio e longo prazo. Para isso, no entanto, precisa aumentar suas taxas de investimento e melhorar a infraestrutura física e social, de modo a desenvolver setores-chaves da economia e afastar-se da sua dependência das exportações de *commodities* para o crescimento econômico (OIT, 2011). “Os investimentos em rodovias, portos, aeroportos, ferrovias e o desempenho da matriz energética não pode sofrer discontinuidades ao longo do ciclo econômico” (Fundap, 2011, pp. 169).

Políticas de expansão do investimento global, de reformulação do sistema tributário e de uma taxa de câmbio competitiva, por exemplo, seriam medidas benéficas para melhorar a competitividade das empresas nacionais e suas perspectivas de desenvolvimento. Se toda a responsabilidade do crescimento econômico recair somente sobre o desempenho do mercado interno (apesar da sua importância), há limites para a sua expansão, uma vez que o endividamento das famílias não é infinito, como a experiência brasileira recente tem mostrado. Embora o consumo das famílias e o setor de serviços tenham grande importância no PIB brasileiro, não há dinamismo econômico e desenvolvimento que se sustente se não houver investimento e um setor industrial forte (Fundap, 2011; Fundap, 2012b, OIT, 2011).

De maneira geral, os fatores que podem influenciar positivamente o aumento do PIB nos próximos anos podem assim serem resumidos (IPEA, 2012a, pp. 10-11):

1. a manutenção da participação do BNDES como importante órgão de concessão de financiamentos, em especial os de longo prazo;
2. a continuidade da flexibilização da política monetária, que envolve as reduções da taxa básica de juros, a reversão de algumas medidas macroprudenciais e a redução nos custos de algumas modalidades de empréstimos (cheque especial, cartão de crédito, financiamento para compra de veículos, etc.);
3. a utilização de instrumentos da política fiscal para estimular a economia, tanto através de medidas de incentivo ao consumo (como a redução dos

Impostos sobre Produtos Industrializados (IPI), políticas de redistribuição de renda e de aumentos reais do salário mínimo, etc.) como através de medidas de incentivo ao investimento e ao setor produtivo em geral (como o programa Brasil Maior);

4. o dinamismo presente no mercado de trabalho nos últimos anos, com taxas de desemprego historicamente baixas e aumento dos ganhos reais dos rendimentos;
5. as oportunidades de investimentos envolvendo concessões para a iniciativa privada em gargalos estruturais da economia, relacionados à realização da Copa do Mundo de 2014 e à Olimpíadas de 2016; e
6. a perspectiva de aumento dos investimentos relacionados à exploração de petróleo na camada pré-sal.

Contudo, como a economia brasileira é ainda bastante vulnerável à conjuntura externa, há também fatores que podem afetar negativamente o crescimento do PIB, como:

1. a lenta recuperação das economias desenvolvidas e a redução das perspectivas de crescimento dos países emergentes, que comprime a demanda mundial e, conseqüentemente, os fluxos de comércio internacional;
2. a crise de endividamento dos países da zona do Euro, que gera uma aversão global ao risco, encarece os custos de financiamento estrangeiro e deprime a confiança dos investidores;
3. os conflitos em importantes países produtores de petróleo, que pode elevar o preço internacional do produto e acarretar uma piora dos termos de troca da economia brasileira;
4. uma trajetória desfavorável dos preços das *commodities*, em função principalmente das expectativas de desaceleração das economias emergentes e de um aumento de políticas protecionistas, que também provocariam uma piora dos termos de troca e impactariam negativamente sobre o saldo da balança comercial; e
5. uma apreciação excessiva do câmbio, que faz com que a indústria brasileira perca competitividade nos setores produtores de bens com maiores intensidade tecnológica.

A manutenção de um elevado grau de endividamento e inadimplência das famílias assim como um aumento de escassez de mão de obra qualificada (que

pressionaria os custos de produção), também são fatores que podem prejudicar o desempenho do valor agregado no cenário próximo.

Bibliografia:

- ALMEIDA, J. G. (2010). Como o Brasil superou a crise. **Terra Magazine**. São Paulo, 30/04/2010. Disponível em <http://terramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI4347347-EI6613,00-Como+o+Brasil+superou+a+crise.html>
- BACEN (Banco Central do Brasil) – www.bcb.gov.br;
- BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social). Crise financeira e as incertezas na zona do euro. **Visão do desenvolvimento**, Nº 7, novembro de 2011.
- CARNEIRO, R. de M. O Brasil frente à crise global. **Interesse Nacional**, 2009;
- CARVALHO, F. C. A crise e o papel de cada um. **Carta Maior**, 2009;
- CUNHA, A. M. & PRATES, D. M. A economia política da globalização financeira e o novo ciclo de fluxos de capitais para os países emergentes. **Textos para discussão**, Nº 06. Decon (Departamento de Ciências Econômicas)/UFRGS, Porto Alegre, março 2012.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M.; FILHO, F. F. Brazil responses to the international financial crises: a successful example of Keynesian policies? **Panoeconomicus**, 2011.
- CUNHA, A. M. & PRATES, D. M. Estratégias macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes. **Indicadores Econômicos**, Vol. 39, Nº 1, 2011.
- CUNHA, A. M. & PRATES, D. M. Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011. **Indicadores Econômicos**, Vol. 39, Nº 4, 2012.
- FARHI, M. Os impactos dos derivativos no Brasil. **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do plano real à crise financeira**. São Paulo, 1ª edição, Ed. Atitude, 2010.
- FARHI, M. & BORGHI, R.A.Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos avançados**, Nº 23, 2009.
- FREITAS, C. P. de & PRATES, D. M. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. **Economia e Sociedade**, Campinas: 1998;
- FREITAS, M. C. P. de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, Nº 23, 2009.
- FUNCEX (Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior) – www.funcex.com.br;
- FUNDAP (2008). Os fluxos de capitais para a economia brasileira em 2007 e no primeiro quadrimestre de 2008. **Nota Técnica**. Disponível em [HTTP://debates.fundap.sp.gov.br](http://debates.fundap.sp.gov.br);

- FUNDAP (2009a). Desdobramentos da crise global: o desempenho das economias emergentes. **Nota Técnica**. Disponível em [HTTP://debates.fundap.sp.gov.br](http://debates.fundap.sp.gov.br);
- FUNDAP (2009b). O efeito-contágio da crise no comércio exterior brasileiro. **Nota Técnica**. Disponível em [HTTP://debates.fundap.sp.gov.br](http://debates.fundap.sp.gov.br);
- FUNDAP (2010). O desempenho das economias emergentes na nova etapa da crise global. **Nota técnica**. Disponível em [HTTP://debates.fundap.sp.gov.br](http://debates.fundap.sp.gov.br);
- FUNDAP (2011). A crise global e a “morte súbita” do PIB brasileiro no 4º trimestre de 2008. **Nota técnica**. Disponível em [HTTP://debates.fundap.sp.gov.br](http://debates.fundap.sp.gov.br);
- FUNDAP (2012a). PIB do Brasil no pós-crise de 2008: indústria perde espaço e mercado interno avança. **Boletim de Economia Nº 13**, Grupo de Economia, março de 2012. Disponível em www.fundap.sp.gov.br;
- FUNDAP (2012b). A desaceleração da economia: para além da indústria. **Boletim de Economia Nº 16**, Grupo de Economia, junho de 2012. Disponível em www.fundap.sp.gov.br;
- FUNDAP (2012c). Balanço do regime de política macroeconômica do governo Dilma. **Boletim de Economia Nº 17**, Grupo de Economia, agosto de 2012. Disponível em www.fundap.sp.gov.br;
- FUNDAP (2012d). Desempenho recente da atividade econômica do Brasil: há espaço para acelerar o crescimento? **Boletim de Economia Nº 18**, Grupo de Economia, setembro de 2012. Disponível em www.fundap.sp.gov.br;
- GENTIL, D. L. & MARINGONI, G. (2009). Crise econômica e condicionantes internos e externos. Disponível em cursoipeajornalistas.files.wordpress.com/.../crise-economica-e-condicionantes-internos-e-externos;
- IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) - www.ibge.gov.br;
- IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial). A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008. **Nota técnica**, 2009. Disponível em www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20090407_crise.pdf;
- IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial). PIB – o desempenho econômico em 2011: crescimento não se desperdiça. **Análise IEDI**, 06/03/12. Disponível em http://www.iedi.org.br/artigos/top/analise/analise_iedi_20120306_pib_o_de_spenho_economico_em_2011.html;
- IPEA (2012a). Nível de atividade. **Carta de Conjuntura**, maio de 2012. Disponível em www.ipea.gov.br;
- IPEA (2012b). Setor externo. **Carta de Conjuntura**, maio de 2012. Disponível em www.ipea.gov.br;
- IPEADATA - www.ipeadata.gov.br;

- MACEDO E SILVA, A. C. A montanha em movimento: notícias sobre as transformações recentes da economia global. **Política Econômica em Foco**, Campinas, Nº 7, Seção V, 2006;
- NAKANO, Y. (2009). Causa da queda brusca na produção industrial. **Valor Econômico**, 10/03/2009;
- OIT (Organização Internacional do Trabalho). **Estudos sobre crescimento com equidade**. Brasil: uma estratégia inovadora alavancada pela renda. 1ª edição, 2010.
- OREIRO & DE PAULA (2009). A restrição de crédito e política anticíclica. **Valor Econômico**, 10/03/2009;
- PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, Campinas, Nº 7, Seção IV, 2006;
- PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro - RJ: Campus-Elsevier, 2008, p.175-199.
- PRATES, D. M.; BICHARA, J. S.; CUNHA, A. M. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. **Encontro Nacional de Economia Política**, São Paulo, 2009.
- PRATES, D. M. **O Brasil e a Crise Financeira Global**: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. Mimeo, Campinas, 2010;
- PRATES, D. M. Bancos e ciclo de crédito: da estabilização à crise financeira. **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do plano real à crise financeira**. São Paulo, 1ª edição, Ed. Atitude, 2010.
- SICSÚ, J. (2009). A gravidade da crise e a despesa de juros do governo. **Nota Técnica**, IPEA/DIMAC.