



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Felipe Boaventura Soler

**A ATUAÇÃO ANTICÍCLICA DO BRASIL E DEMAIS PAÍSES INTEGRANTES DO BRIC
DURANTE A CRISE INTERNACIONAL DE 2008/2009**

Campinas

2012

Felipe Boaventura Soler

**A ATUAÇÃO ANTICÍCLICA DO BRASIL E DEMAIS PAÍSES INTEGRANTES DO BRIC
DURANTE A CRISE INTERNACIONAL DE 2008/2009**

Campinas

2012

Felipe Boaventura Soler

**A ATUAÇÃO ANTICÍCLICA DO BRASIL E DEMAIS PAÍSES INTEGRANTES DO BRIC
DURANTE A CRISE INTERNACIONAL DE 2008/2009.**

**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**

Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato.

Campinas

2012

SOLER, Felipe Boaventura. **A Atuação Anticíclica do Brasil e Demais Países do BRIC Durante a Crise Internacional de 2008/2009**. 2012. 85 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

Resumo

Antes da crise financeira internacional marcada pela quebra do Banco Lehman Brothers em 2008, o consenso teórico que dominava os mercados e os governos dos países centrais era a minimização da participação do Estado na economia. Porém nos momentos mais agudos da crise, os governos abandonaram o modelo ortodoxo e intervieram para conter os efeitos da crise. Após o cenário turbulento, em um plano geral, estas intervenções se mostraram bem sucedidas. Uma nova crise se desenha nos países europeus e as medidas anticíclicas voltaram ao espaço das discussões econômicas. O presente trabalho é a tentativa de analisar como a crise impactou os países do BRIC e como estes reagiram para evitar efeitos econômicos mais graves e se conseguiram tal objetivo.

Palavras-Chaves: BRIC, Crise Financeira, Medidas Anticíclicas, pré-crise, impactos.

Sumário

Introdução	7
Capítulo 1 – A deflagração da Crise, e reversão do cenário econômico internacional.	8
Introdução	8
1.1 A Falta de regulação dos mercados	9
1.2 A lógica dos ganhos do <i>sub-prime</i> e sua proliferação	12
1.3 Reversão do ciclo econômico, exposição do mercado <i>sub-prime</i> , falência dos bancos e contaminação da economia real.....	14
Conclusão.....	16
Capítulo 2 – O desempenho das economias do BRIC`s pré- crise e os impactos imediatos da crise.	17
Introdução.....	17
2.1 Brasil.....	18
2.1.1 A economia brasileira pré-crise.....	18
2.1.2 Impactos imediatos da crise sobre a economia brasileira	23
2.2 Rússia.....	28
2.2.1 Economia Russa pré-crise.....	28
2.2.2 Impactos imediatos da crise sobre a economia Russa.....	31
2.3 Índia	33
2.3.1 A economia indiana pré-crise.....	33
2.3.2 – Impactos imediatos da crise sobre a economia indiana.....	37
2.4 China.....	40
2.4.1 A economia chinesa pré-crise.....	40
2.4.2 Impactos imediatos da crise sobre a economia chinesa.....	45
2.5 Conclusão.....	48
Capítulo 3- A atuação anticíclica dos países do BRIC e os primeiros efeitos destas.	50
Introdução	50
3.1 –As medidas do Fed e BCE na tentativa de diminuir a incerteza e a recuperação da economia internacional.....	51
3.2 – A Atuação anticíclica do Brasil.....	53
3.3 A Atuação Anticíclica Russa.....	60
3.4 A Atuação Anticíclica Indiana	67

3.5 A Atuação Anticíclica Chinesa.....	73
Conclusões	79
REFERÊNCIAS.....	81

Introdução

Antes da crise internacional, havia no *mainstream* teórico a visão que buscava minimizar a participação do Estado na economia seja como capitalista seja como regulador. Porém a gravidade da crise internacional levou os países a adotarem medidas anticíclicas para evitar o aprofundamento dos efeitos da crise sobre suas economias. O abandono do *mainstream* teórico revela a importância do Estado para reduzir as assimetrias produzidas pelo livre mercado. O estudo busca mostrar como esta participação ajudou as economias do BRICS a se inserirem na economia mundial e como ela foi importante também para gerir as vulnerabilidades inerentes deste processo bem como para retomar a trajetória de crescimento em um cenário de incertezas.

O primeiro capítulo tenta uma possível explicação dos fatores que geraram a crise, porque a crise caminhou para um plano mais amplo do que foi originado e como este caminho afetou os países do BRIC.

O segundo capítulo discute a evolução das economias do BRIC's antes da crise e como esta interage com o cenário econômico de incertezas, expondo certas vulnerabilidades específicas de cada país do grupo.

O terceiro capítulo identifica as principais medidas monetárias, fiscais e cambiais que buscam reduzir os efeitos dessa interação. No mesmo capítulo analisam os efeitos destas medidas juntamente com as medidas dos países centrais para evitar o aprofundamento da crise

Capítulo 1 – A deflagração da Crise, e reversão do cenário econômico internacional.

Introdução

Passado o furacão da crise, já é possível detectar suas principais causas. A falta de regulação, as inovações financeiras, a inadimplência causada pela natureza das concessões hipotecárias nos EUA e a crise de crédito causada pela quebra de várias instituições financeiras vinculadas os créditos *sub-prime* permitem compor um quadro mais próximo do que causou a quebra dos bancos e o pânico aos mercados entre 2008 e 2009.

O primeiro tópico busca mostrar como o ambiente de pouca regulação permitiu a criação de instituições alavancadas dentro de um sistema bancário paralelo ao sistema bancário tradicional. Estas instituições alavancadas com créditos podres (*sub-prime*) iniciam o processo de perdas no mercado financeiro.

O segundo tópico identifica a lógica de proliferação dos ativos *sub-prime* no sistema paralelo (*shadow banking system*) e no sistema financeiro tradicional. Após a explicação da proliferação destes ativos, no terceiro tópico busca-se demonstrar o processo de quebras de expectativas sobre estes ativos e a consequente incerteza sobre o desempenho das instituições que carregavam estes ativos. Adicionalmente, é descrito como a quebra de expectativas ganha um plano mais amplo nos mercados internacionais e afeta as principais variáveis econômicas da economia mundial.

1.1 A Falta de regulação dos mercados.

O falta de regulação econômica sobre os mercados foi amplamente respaldada por um modelo teórico onde a presença do Estado só atrapalharia a alocação eficiente dos recursos que o mercado de forma automática proporcionaria. Para Wall Street, esta teoria era amplamente conveniente e adequada, pois a ausência de regulação permitira a criação de mecanismos e produtos amplificadores dos negócios e lucros.

A liberalização financeira e comercial fazia parte do repertório teórico dominante do governo dos EUA e dos dirigentes e dirigidos do Banco Mundial e FMI. Os pacotes de ajuda a países em crise de balança de pagamentos eram condicionados à liberalização comercial e financeira. Assim neste cenário amplamente favorável aos bancos americanos e europeus, seria difícil convencê-los a serem mais regulados mesmo que pelo argumento de governança corporativa.

Para Bresser-Pereira (2008), a teoria neoliberal de *market-clearing* ajudou a promover a desregulação dos mercados financeiros. Na teoria neoliberal, o mercado se ajusta e o governo atrapalharia este ajuste. Um caso interessante é o citado no texto do professor Rícupero (2008). Rícupero narra a reportagem publicada no jornal Washington Post do dia 15 de outubro de 2008, "*What went wrong?*". A história conta os esforços da advogada Brooksley E. Born, na época, diretora da Commodity Futures Trade Commission (CFTC). Born tentou alertar as autoridades monetárias durante o governo Clinton sobre o perigo da ampliação dos mercados dos novos tipos de derivativos, que passavam longe de qualquer tipo de regulação. A advogada tentou levantar a discussão sobre a proliferação destes mecanismos e sua não regulação, porém as autoridades (Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, Robert E. Rubin, secretário do Tesouro, e Arthur Levitt Jr., diretor da Securities and Exchange Commission (SEC)) insistiram em manter uma posição liberal que favorecesse os bancos. Mesmo não havendo indícios de má-fé, mas sinais claros de uma inclinação ideológica, o caso serve para ilustrar o cenário liberal que dominava entre os líderes, sejam do governo ou do mercado.

Nas palavras do professor Rícupero (idem): "*A falsa alternativa de confiar nos supostos poderes de autorregulamentação do mercado – máscara ideológica que tanto o republicano Greenspan quanto o democrata Rubin encontraram para rejeitar os remédios preventivos – revelou-se totalmente ineficaz. Possibilitou, todavia, a continuação por dez anos*

mais da festa de lucros exorbitantes para o setor a que ambos pertenciam e ao qual, cedo ou tarde, retornariam”.

“As análises puramente técnicas da crise financeira se limitam a descrever os mecanismos e elementos econômicos que ajudam a compreender a dinâmica dos acontecimentos. Omitem, entretanto, o principal: os fatores de poder, a correlação de forças políticas que permitiu a esses mecanismos funcionarem de modo a pôr em risco a estabilidade do sistema financeiro”.

Além de haver um contexto político favorável à desregulação dos mercados, os bancos conseguiram estabelecer um sistema (*shadow banking system*), onde eram feitas as operações que os acordos de Basileia não atingiam.

Fahri e Cintra (2008) explicam como as instituições financeiras usaram o *shadow banking system*, para retirar os riscos de crédito de seus respectivos balanços e conseguirem operar sem as reservas de capital exigidas pelos Acordos. Os bancos criaram outras instituições financeiras sem acesso às operações de redesconto e aos seguros de depósitos (duas condições que permitiam escapar da regulação bancária). Essas instituições apesar de teoricamente não serem bancos comerciais, operacionalmente funcionavam como bancos tradicionais captando recursos no curto-prazo e investindo em ativos de longo-prazo.

As principais operações eram: adquirir proteção contra os riscos de crédito nos mercados de derivativos, emitir títulos de securitização com rendimentos atrelados ao pagamento dos tomadores de empréstimos e criando veículos especiais de investimento (*Special Investments Vehicles* ou SIV), conduits ou SIV-lites. Estes veículos carregavam os créditos com *rating* inferior para não afetar o balanço dos bancos.

As instituições financeiras dentro do *shadow banking system* tiveram altos retornos com as operações de crédito, uma vez que vendiam títulos de curto-prazo e adquiriam títulos de longo prazo securitizados e lastreados em créditos bancários. Por sua vez, os bancos colocavam estes créditos junto com outros ativos, submetiam-nos às agências de classificação de riscos e lançavam títulos atrelados ao pagamento das parcelas pelos tomadores de créditos. O *shadow banking system* permitia aos bancos: conceder hipotecas a tomadores com histórico de crédito ruim, pois além da falta de regulação da avaliação de crédito e do provisionamento de créditos, o banco podia transferir o risco de default a outra instituição através da

securitização, e também o banco podia se alavancar a níveis ilimitados, pois as instituições criadas neste “ambiente” passavam ao largo das exigências dos Acordos de Basileia.

1.2 A lógica dos ganhos do *sub-prime* e sua proliferação

Gontijo & Oliveira (2008) apresentam três fatores para o crescimento do mercado *sub-prime* no mercado imobiliário americano e sua proliferação no sistema financeiro.

Primeiro, a inovação financeira que permitia o tomador com histórico de crédito problemático ter acesso ao crédito habitacional. Os bancos perceberam que havia um grande número de famílias que tinham o crédito habitacional negado pela não comprovação de renda, ausência de recursos para dar entrada ou pela inadimplência atual. Com o advento do crédito aos *sub-prime* foi possível atender a essa parcela da população e aumentar a demanda por hipotecas e imóveis. Assim era possível obter um empréstimo com taxas fixas nos primeiros anos, porém as taxas eram corrigidas ao longo do contrato. A ideia deste tipo de contrato era permitir conceder a hipoteca enquanto o mutuário melhorava seu histórico de crédito, podendo migrar de uma avaliação *sub-prime* para uma avaliação *prime*. Caso isto não ocorresse o mutuário estaria sujeito às elevadas taxas do mercado *sub-prime*. O diferencial entre a taxa *sub-prime* e a praticada no mercado *prime* seria mais que suficiente para cobrir o risco de inadimplência. Assim não importava se o comprador ficasse inadimplente, pois o banco poderia recuperar a garantia e revendê-la sem grandes perdas no aquecido mercado de imóveis.

O segundo fator foi a inovação que permitia os bancos a originar e vender créditos baseados nos títulos *sub-prime* e revendê-los a investidores . Pois os bancos não poderiam fazer este tipo de operação se não contassem com um mecanismo que os protegessem contra o risco de *defaults*. Esta inovação eram os CDOs (*Collateralized Debt Obligations*), produtos estruturados que reúnem diferentes títulos (títulos de dívida, empréstimos, e *securities* de crédito hipotecário) e dividindo os fluxos de receitas em fatias pagas aos diferentes titulares. Além do CDO's normais, existem os CDO's sintéticos, que combinam técnicas de securitização com derivativos de crédito. O originador transfere o risco de crédito dos seus ativos de garantia utilizando *credit default swaps*. A divisão em fatias (*tranches*) de classificação de risco busca criar produtos com risco e retornos diferentes baseados nos mesmos ativos. Esse objetivo é atingido ao criar porções de riscos diferentes e atribuir fluxos de receita inversamente proporcionais aos riscos presumidos. A lógica é privilegiar os donos das *tranches* sênior com classificação de risco menor que as demais *tranches*. Somente taxas de inadimplência elevadas seriam capazes de atingir as *tranches* melhores classificadas, deste modo as *tranches* superiores conseguiam alcançar classificação AAA pelas agências de *rating* (FMI,

2008). A classificação AAA permitia que um número elevado de investidores mantivesse em suas carteiras tranches de CDO's com classificação de risco perto de zero. As tranches com pior classificação eram destinadas às Sociedades de Propósito Específico – SPE (*Special Investment Vehicle – SIV*), instituições separadas dos bancos que mantinham em suas carteiras as tranches e outros créditos de alto risco.

O terceiro fator que explica a proliferação foram os ganhos que a emissão de hipotecas, a securitização e a classificação de risco proporcionavam às instituições financeiras, às securitizadoras e às agências de classificação de risco. Os bancos emissores da hipoteca ganhavam pelo diferencial de juros entre a taxa cobrada e juros pagos ao investidor. O mercado de concessão de hipotecas que atingia US\$ 1,2 trilhão poderia ter gerado em 2007, caso a crise não estivesse estourado, lucros próximos de US\$ 33,6 bilhões. As securitizadoras lucravam com o seguro adquirido pelos investidores, pois se houvesse inadimplência, a securitizadora era obrigada a pagar ao investidor um prêmio pela eventualidade de inadimplência (mecanismo semelhante ao pagamento de prêmio da seguradora ao segurado em caso de roubo do veículo, presente nas apólices de seguro de automóveis).

Cinta e Prates (2008) estimam que o mercado do *sub-prime* de produtos estruturados geraram 40% dos lucros recentes das agências de classificação de risco. As agências participaram ativamente da estruturação de instrumentos financeiros (CDO's) que agregavam diferentes tipos de riscos e ativos lastreados em hipotecas *sub-prime*.

Os tomadores de empréstimos também se beneficiavam. O juro pago pela hipoteca era compensado pelo aumento do preço do imóvel, que permitia acesso a refinanciamentos com taxas iniciais mais baixas, assim o mutuário tinha uma expectativa distorcida sobre a evolução da sua dívida, pois contava com a valorização do seu imóvel. (Blackburn, 2008).

A lógica de ganhos do *sub-prime* que beneficiava desde o tomador da hipoteca até o investidor institucional (que possuía um título AAA com taxas de retornos atraentes), proliferou-se rapidamente para atender a sede por lucros e ganhos de todos que faziam parte do processo.

1.3 Reversão do ciclo econômico, exposição do mercado *sub-prime*, falência dos bancos e contaminação da economia real.

A reversão do ciclo de ganhos com *sub-prime* começou com dois movimentos: o aumento da taxa básica de juros dos títulos americanos e a queda dos preços dos imóveis.

A partir de maio de 2004, o Banco Central Americano (FED) começou um movimento de alta de taxa de juros. A taxa que se encontrava em 1,0% em junho de 2003, devido à política americana expansionista para amenizar a crise da bolsa 2000-2001, passou a aumentar progressivamente até chegar a 5,25 em junho de 2006 (Oliveira & Gontijo, 2008). A alta da taxa de juros impactou diretamente às famílias que possuíam o empréstimo considerado *sub-prime*. Como boa parte dos empréstimos imobiliários combinavam taxa de juros baixas e fixas nos primeiros dois ou três anos (KIFF, John & MILLS, Paul, 2007), estas eram convertidas em taxas de juros flutuante no final dos primeiros anos para vigorar no restante do contrato. Deste modo, as dívidas aumentaram substancialmente bem como o valor das parcelas corrigidas pelas maiores taxas, assim, os tomadores *sub-prime* começam a ficar inadimplentes.

O encarecimento do crédito pelo aumento das taxas de juros diminuiu a demanda por imóveis levando os preços das casas pra baixo a partir de junho de 2006. A queda dos preços dos imóveis tornou o refinanciamento das hipotecas inviável, pois não era mais possível adquirir uma hipoteca nova baseada do diferencial de valorização do imóvel e os juros cobrados no início do contrato acompanharam o aumento da taxa básica de juros. A queda dos preços dos imóveis levou os mutuários a devolverem suas casas, pois, em muitos casos, o valor dos imóveis eram inferiores ao total devido aos bancos. Além do encarecimento do crédito, a queda dos preços dos imóveis está ligada à superação da demanda pela oferta, já que o contexto de acumulação de capital anterior fez os investidores reinvestirem no mercado imobiliário o que aumentou a quantidade de imóveis disponíveis num contexto posterior de crédito caro e aumento da inadimplência.

Com o aumento da inadimplência, os títulos baseados nas hipotecas *sub-prime* começam a perder valor. As instituições financeiras que carregavam estes títulos começam a provisionar perdas decorrentes da inadimplência. As SIV's, que se financiavam com

commercial papers de curto-prazo, sofrem com o resgate deste tipo de título por parte dos investidores.

O anúncio das perdas do mercado *sub-prime* assustou os investidores. Os títulos emitidos por instituições que tinham se alavancado no mercado *sub-prime* ou que de alguma forma tinham carteiras significativas baseadas neste tipo de empréstimo, perderam valor no mercado. Além disso, os bancos começam a empossar liquidez com medo de perdas que poderiam ter através absorção dos SIV's que permitiam a alavancagem *off-book*. O empossamento de liquidez fez cessar a torneira do crédito, dando origem ao *credit crunch*.

Diante do cenário de incertezas, os agentes reagiram tentando diminuir seus riscos e exposições. Estes movimentos afetaram os mercados de crédito, de ações, de mercadorias e outras variáveis importantes que determinam o nível de atividade dos países, como a formação bruta de capital fixo.

Um dos principais movimentos foi procurar segurança em ativos menos arriscado, ou seja, a busca intensa aos títulos do tesouro americanos e posições em dólar.

O aumento da incerteza levou as instituições financeiras a interromper o fluxo de recursos do mercado interbancário, onde a taxas de juros subiram rapidamente refletindo a aversão ao risco dos bancos superavitários que não queriam emprestar aos bancos deficitários em recursos de alta liquidez.

Depois da quebra do Lehman Brothers, a crise passa a contaminar com mais contundência as economias dos países emergentes. O preço das *commodities* (agrícola, minerais e de energia) exportadas pelos países em desenvolvimento começa a cair rapidamente, exercendo pressão para a desvalorização de suas moedas.

A queda das *commodities*, a queda dos investimentos estrangeiros diretos e de portfólio, a contração crédito internacional e a desvalorização das moedas frente ao dólar vão afetar significativamente as economias dos países em desenvolvimento. Estes prejudicaram promoveu a incerteza dos agentes internos que adiaram suas decisões de consumo e investimento.

Conclusão

Este capítulo analisou como são criados os elementos responsáveis pela reversão do cenário econômico internacional: a falta de regulação, as inovações financeiras, a lógica de ganhos dos ativos *sub-prime*, a proliferação destes ativos, e a contaminação inicial da economia real.

A falta de regulação, em um contexto teórico favorável, permitiu a criação de um sistema bancário paralelo (*shadow banking system*) no qual eram possíveis alavancagens e operações com ativos *sub-prime* não permitidas no sistema bancário tradicional.

A securitização foi outro processo que se beneficiou da falta de regulação. Esta permitia a divisão de riscos e a proliferação dos ativos duvidosos misturados com ativos de alta qualidade. A securitização associada à lógica de ganhos que beneficiava todos os participantes da “cadeia de produção” do *sub-prime* catapultaram ainda mais o raio de propagação dos ativos que mais tarde se tornariam ilíquidos. Porém, o preços dos imóveis (este fator era um pilar da lógica de ganhos) começa a cair e inicia o processo de reversão do ciclo de lucros da indústria financeira. Esta reversão traz consequências imediatas aos mercados financeiros e posteriormente impactaria o cenário econômico mundial e inevitavelmente pressionaria as variáveis econômicas dos países do BRIC.

O próximo capítulo analisa a posição pré-crise destes países e propõe a discussão da dinâmica dos impactos sobre as economias do BRIC com a quebra de expectativas.

Capítulo 2 – O desempenho das economias do BRIC`s pré- crise e os impactos imediatos da crise.

Introdução

Após a explicação do processo de como a crise iniciada no mercado americano vai afetar as principais variáveis econômicas a nível internacional, é necessário dar um passo atrás para identificar a evolução das economias dos países do BRIC antes da crise.

O capítulo também busca analisar a gestão macroeconômica e as suas trajetórias recentes e como estes fatores ajudaram (ou não) os países a diminuir suas vulnerabilidades externas. Após a análise da evolução recente da gestão macroeconômica, passa-se à análise dos principais impactos da crise sobre as economias em questão.

A análise individual de cada economia adotada neste trabalho busca traçar um perfil que permite explicar os impactos sofridos em cada uma delas. Estes impactos vão orientar os diagnósticos que moldaram as medidas anticíclicas dos países do BRIC.

2.1 Brasil

2.1.1 A economia brasileira pré-crise.

O Brasil registrava variáveis macroeconômicas sólidas antes da crise. Quanto à posição externa o país apresentava números positivos que contribuíam para diminuir possíveis fragilidades externas da economia brasileira: o estoque e o serviço da dívida brasileira estavam em um nível abaixo dos padrões internacionais para países emergentes e o nível de reservas brasileiras era suficiente para cobrir 15 meses de importação. Além destes indicadores, a situação fiscal brasileira não era frágil, pois o país acumulou superávits primários consecutivos nos últimos anos e o crescimento econômico ajudou a diminuir a relação dívida/PIB.

A situação externa positiva está associada ao ciclo de liquidez (Biancarelli, 2007a) que ocorre simultaneamente ao governo Lula (2003-2008), o que permitiu o aumento da inserção externa na economia brasileira. O ciclo de liquidez pode ser caracterizado como um período em que os agentes internacionais perseguem ganhos através da arbitragem de juros em investimento de portfólio, e de investimentos diretos direcionados para aumentar os mercados e os lucros das empresas multinacionais. As condições internas também são importantes para uma maior interação com este capital (Biancarelli, 2006), podemos destacar: a política monetária voltada para controle da inflação, regime de câmbio flutuante e pouco controle sobre o capital externo.

Estas posições internas e externas favoráveis podem ser explicadas pelo desempenho da economia brasileira no governo do presidente Lula. Segundo Barbosa (2010), o presidente Lula chegou ao planalto com aprovação popular, porém se viu cercado pela incerteza e desconfiança dos agentes financeiros que temiam por posições históricas mais radicais do Partido dos Trabalhadores, como o não cumprimento de contratos, cassação de concessões e moratória. Porém durante a eleição, o Partido e Lula assumiram um compromisso na direção contrária com a “Carta aos Brasileiros”, na qual se previa o cumprimento dos contratos e responsabilidade do governo em manter a estabilidade econômica.

Apesar desta carta de intenções, o mercado financeiro respondeu negativamente ao “risco Lula”, houve grande depreciação cambial associado à fuga de capitais de portfólio,

inflação devido ao efeito da depreciação cambial sobre as importações e a antecipação de certos agentes a uma possível retomada de constantes reajustes de preços. No momento de transição de governo a inflação chegou a 12,5% ao ano para o ano de 2002, a dívida líquida do setor público havia subido 51,3% em relação ao ano anterior (em virtude do aumento dos juros), e as reservas internacionais do Brasil eram de apenas US\$ 37,8 bilhões, dos quais US\$ 20,8 bilhões eram originários de um empréstimo concedido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

O quadro macroeconômico desfavorável da economia brasileira no final do governo FHC pressionou o governo Lula a adotar uma política econômica restritiva para melhorar a situação monetária, fiscal e cambial. Além de tentar reverter o quadro econômico, era importante para o governo estabelecer uma relação de confiança com o mercado financeiro e mostrar o seu compromisso com a estabilidade econômica do Brasil. Para diminuir a inflação, a taxa SELIC que estava no patamar de 25 % ao ano em dezembro de 2002 foi reajustada para 26,5% ao ano em fevereiro de 2003. Mesmo com o aumento dos juros, governo se viu obrigado a aumentar as metas de inflação para o ano de 2003. Com o objetivo de melhorar a situação fiscal, o governo aumentou a meta de resultado primário do setor público de 3,75% do PIB para 4,25% do PIB. O objetivo de estabelecer uma relação de confiança com o mercado levou o governo a manter a política do câmbio flutuante. O BACEN não precisou vender dólares para combater a depreciação do real. Em virtude da depreciação do real em 2002, os ativos brasileiros ficaram relativamente baratos e diante as medidas econômicas restritivas do governo Lula no sentido de estabilizar a economia, os agentes financeiros internacionais voltaram ao longo do ano de 2003, pressionando assim o real a uma apreciação frente às moedas estrangeiras.

O resultado deste ajuste restritivo foi a desaceleração do crescimento econômico, que só não foi maior devido ao bom desempenho do setor externo, associado à depreciação cambial de 2002 e ao crescimento da economia mundial. O PIB (Produto Interno Bruto) cresceu apenas 1,1% em 2003. Por outro lado, houve melhora nos indicadores monetários e fiscais. A taxa SELIC passou de 26,5% ao ano para 16,5% em dezembro de 2003. A inflação estava menor e o Governo conseguiu reduzir seus gastos e também promoveu alterações tributárias e previdenciárias que ajudariam a melhorar a relação dívida/PIB nos anos seguintes.

No ano de 2004, com a queda da inflação, apreciação cambial, queda dos juros, crescimento das exportações, aumento do crédito interno e a expansão do investimento

privado, a economia brasileira voltou a crescer fechando o ano de 2004 com um crescimento do PIB em 5,7%. Para o BACEN, este crescimento estava acima da capacidade da economia brasileira, pois segundo o modelo teórico que o guiava para estabelecer a taxa de juros, a economia brasileira poderia crescer 3,5% ao ano sem criar um descompasso entre oferta e demanda, de modo que optou por uma nova trajetória ascendente da taxa SELIC, que passou de 16% em abril de 2004 para 19,75% em maio de 2005. Com este ajuste o BACEN conseguiu encolher a taxa de crescimento para um nível próximo do idealizado. O ano de 2005 fechou com um crescimento do PIB de 3,2%, apesar da política monetária e fiscal restritiva.

Em um cenário com crescimento econômico e uma melhor situação fiscal, o governo optou por elevar as transferências de rendas com o aumento do salário mínimo e por meio de programas de combate à pobreza, como o Bolsa Família. O governo criou uma componente de consumo importante dentro da economia brasileira, pois os programas sociais aumentaram a renda das famílias mais pobres e o aumento real do salário mínimo reajustou a renda dos aposentados. Estes aumentos reais de renda impactaram positivamente outros setores indiretamente.

No campo externo, a economia brasileira, durante o primeiro mandato do governo Lula, conseguiu expressivo aumento do saldo comercial e do saldo em conta corrente. As exportações cresceram 95% se comparado o período de 2005 com o de 2002, o saldo comercial atingiu US\$ 45 bilhões em 2005. Este desempenho externo favorável está associado ao aumento da demanda internacional por commodities. Além de um saldo comercial favorável, o país conseguiu aumentar seus saldos de investimento estrangeiro direto e de investimento estrangeiro em carteira. A melhora do cenário externo permitiu que o País aumentasse suas reservas internacionais e, no final de 2005, o governo quitou sua dívida junto ao FMI de US\$ 23,3 bilhões.

A partir de 2006, pode-se notar uma tendência do governo Lula em adotar uma política econômica mais desenvolvimentista. Três medidas demonstram esta inflexão: aumento substancial do salário mínimo (16,7% em 2006), reestruturação de carreiras e salários dos funcionários públicos e aumento do investimento público.

O aumento do investimento público começou a aumentar inicialmente em 2006 e tomou maior forma a partir de 2007 com o início do Programa de Aceleração do Investimento (PAC). Através do programa o governo brasileiro conseguia apoiar a formação de capital do

setor do privado e ao mesmo tempo aumentar o investimento público em infraestrutura. No lançamento do PAC estavam previstos R\$ 504 bilhões de investimentos a serem invertidos de 2007-2010. Além do PAC, pode-se notar simultaneamente o aumento dos desembolsos do sistema BNDES. O PAC, o aumento dos desembolsos do BNDES, a expansão do crédito na economia e o aumento da inversão privada permitiram que a formação bruta de capital fixo (FBCF) passasse do patamar de 15,8% do PIB em 2005 para 19% do PIB em 2008. Além disso, a média de crescimento do PIB no período 2006-2008 atingiu 5,1%. Esta taxa média de crescimento econômico é substancialmente maior que os períodos anteriores.

Aliado ao crescimento econômico, o setor externo continuava a registrar saldos comerciais positivos devidos ao aumento contínuo das exportações brasileiras. Este aumento deve-se a manutenção do aquecimento da economia mundial e sua demanda por commodities. O cenário externo favorável permitiu o País a acumular entradas líquidas de investimento direto e em portfólio, devido ao ambiente externo de juros baixos internacionais, apetite ao risco e aumento dos mercados das empresas transnacionais. Este movimento de saldos líquidos positivos de moeda estrangeira pressionou ainda mais por uma apreciação cambial que reforçava o movimento especulativo que buscava ganhos duplos via alta taxa de juros e perspectiva e realização da apreciação da moeda brasileira.

Com as divisas geradas com estes fluxos de dólar, foi possível ao governo constituir reservas internacionais que evoluíram de US\$ 90 bilhões em 2005 para US\$ 170 bilhões no começo de 2008, conforme Gráfico 1.

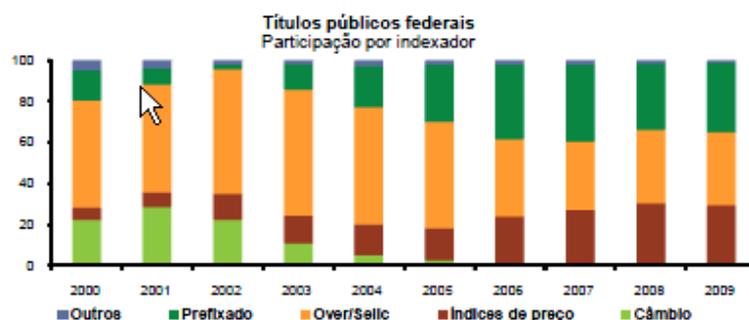
Gráfico 1 – Evolução das Reservas Internacionais do Brasil.



Fonte: BACEN, 2010

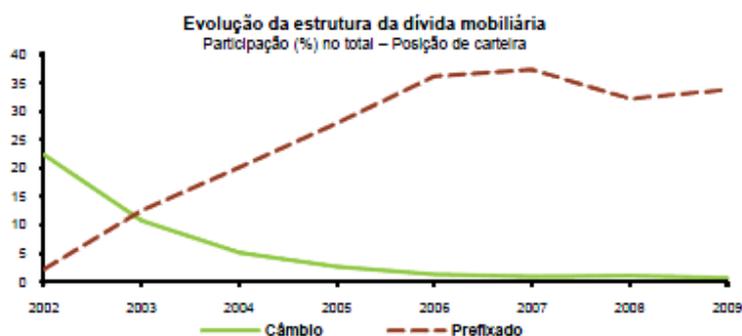
A retomada do crescimento econômico e a disciplina fiscal em atingir metas orçamentárias permitiram uma melhor relação dívida/PIB. Estes fatores permitiram também a emissão de títulos não indexados ao câmbio (ver gráfico 2 e 3). Esta mudança diminuiu a vulnerabilidade das contas públicas às variações do câmbio em momentos de incerteza.

Gráfico 2 – Indexação dos Títulos Públicos Federais



Fonte: BACEN, 2010

Gráfico 3 – Evolução da estrutura da dívida mobiliária



Fonte: BACEN, 2010

Podemos concluir que o Brasil encontrava-se em posição confortável para enfrentar possíveis reversões no cenário externo mundial. Porém com a deflagração da crise de 2008 não era possível determinar a extensão da crise e como esta afetaria o crescimento da economia e por quanto tempo. O tópico seguinte é a tentativa de analisar como a crise afetou as principais variáveis da economia brasileira.

2.1.2 Impactos imediatos da crise sobre a economia brasileira

Segundo Gomes (2011), havia grande otimismo dos investidores estrangeiros com a economia brasileira até o terceiro semestre de 2008. Como apontado no item 2.1.1, vimos que o Brasil apresentava variáveis econômicas internas e externas que indicavam um bom funcionamento da economia. Esse otimismo se refletia nos mercados financeiros onde os agentes nacionais e internacionais buscavam ganhos com a valorização de ativos brasileiros. Em abril de 2008, os títulos de dívida do Brasil atingiram classificação *investment grade* concedida pela agência de classificação de risco Standard & Poor's. Diante deste cenário de perspectivas positivas, o índice da bolsa de valores brasileira (IBOVESPA) apresentou valorização de 20% em moeda nacional (44% em dólar) entre junho de 2007 e junho de 2008. Se considerar o período de jan/2004 a jun/2008 pode-se notar uma valorização do IBOVESPA de 190% (conforme gráfico 4).

Gráfico-4 – Evolução do Índice Bovespa de Jan/2000 a Jun/2010

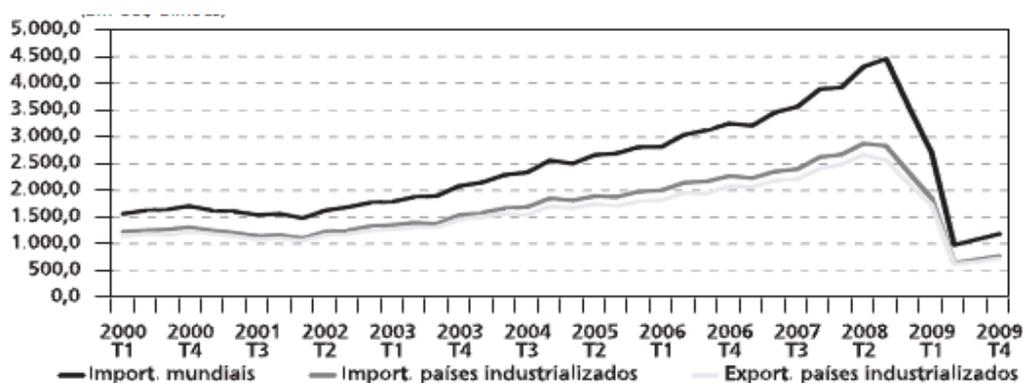


Fonte: Gomes, 2011

Além dos resultados positivos da economia brasileira, a valorização dos ativos brasileiros estava atrelada ao ambiente de apetite pelo risco alimentado pelo ciclo de liquidez internacional, pelo aumento do preços das commodities e pela lucratividade das empresas brasileiras. Este cenário de maior tolerância ao risco levou os bancos e as empresas brasileiras buscarem *funding* e posições mais especulativas para se financiarem. Com a quebra do Lehman Brothers, tem início o agravamento da crise internacional, rapidamente o cenário de liquidez mundial se reverte e os agentes passaram a buscar liquidez nos papéis da dívida americana. No primeiro momento este fluxo vai provocar a depreciação da moeda brasileira, a queda dos preços das *commodities* e pânico nos mercados de ações.

Outro fator que contribuiu para a quebra de expectativa sobre a economia brasileira foi a divulgação de perdas de grandes empresas brasileiras envolvidas em operações especulativas no mercado derivativos cambiais. Sadia e Aracruz sofreram perdas de R\$ 760 milhões e R\$ 1,95 bilhão em transações de câmbio futuro (Chernavsky, 2010). O Banco de Compensações internacionais (BIS) divulgou estimativa que as perdas das empresas brasileiras com derivativos cambiais no último trimestre de 2008 seriam de cerca de US\$ 25 bilhões. Este movimento está associado à perda de competitividade das empresas exportadoras em virtude da apreciação do real no período anterior à crise. Para compensar a diminuição de ganhos via exportação, as empresas buscaram ganhos por meio de transações especulativas cambiais. Este movimento era incentivado devido ao ambiente de confiança sobre o desempenho da economia brasileira e a estabilidade da taxa de câmbio. Assim as empresas subestimaram o risco de assumir posições indexadas em moeda americana.

Gráfico 5 – Evolução do valor das importações e exportações dos países desenvolvidos



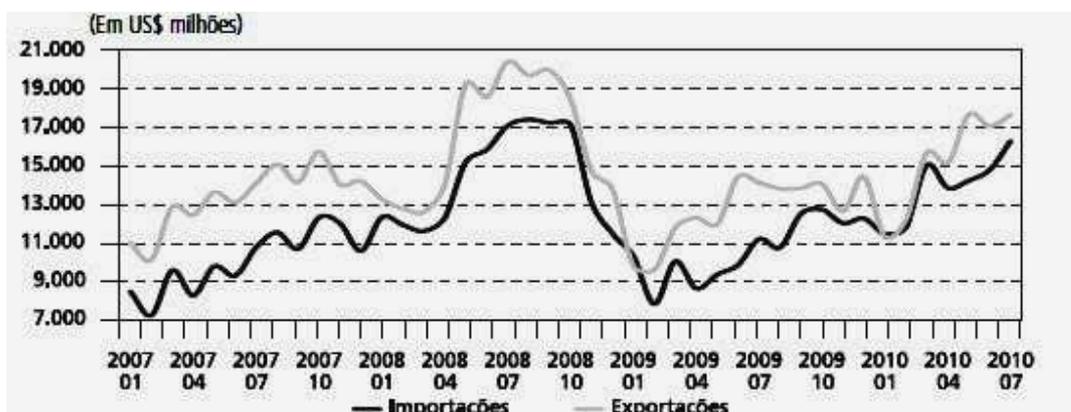
Fonte: Castilho, 2011

Paralelamente às perdas das empresas, a diminuição dos fluxos internacionais de comércio também contribuía na desaceleração do crescimento econômico (Castilho, 2011). Analisando o gráfico de importações dos países desenvolvidos, pode-se ver um crescimento de 210% das importações entre jan/2000 a jun/2008 (conforme gráfico 5). Entre Julho de 2008 e fevereiro de 2009, o fluxo de importações se situou em um patamar menor que o apresentado em 2000.

A queda dos fluxos de comércio está associada à contração do crédito internacional. Estimativas do Banco Mundial (2009) sugerem uma retração de 40% do crédito ao comércio mundial. Este movimento está diretamente ligado à diminuição da liquidez internacional nos mercados mundiais devido à situação precária de instituições financeiras dos EUA e algumas da Europa, também pela quebra de expectativas dos agentes financeiros e não financeiros, o que reforçou a preferência por liquidez. Assim a crise impactou diretamente os fluxos de comércio internacional.

No Brasil a desvalorização do real, no segundo semestre de 2008 impôs perdas importantes aos exportadores brasileiros, com o acirramento da crise, o ciclo do crescimento do comércio exterior brasileiro foi interrompido temporariamente. Como mostra o gráfico 6.

Gráfico 6 – Evolução dos fluxos mensais de exportação e de importação brasileiros



Fonte: Castilho, 2011

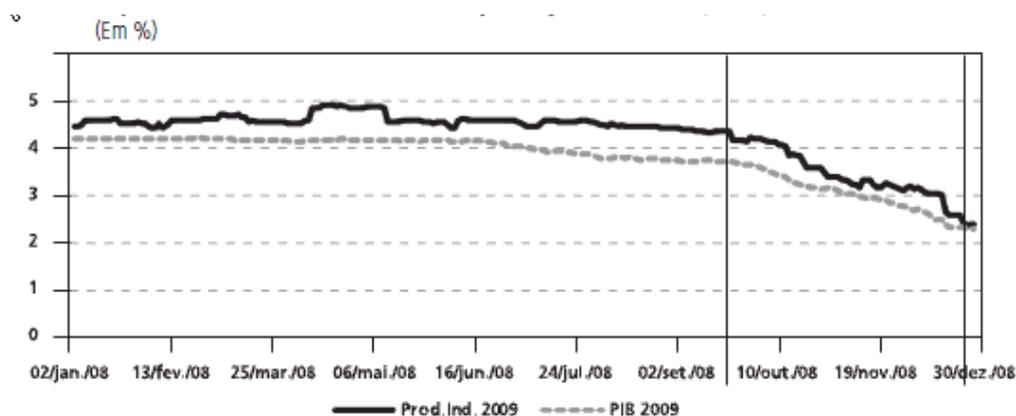
A diminuição dos fluxos comerciais impactou diretamente o desempenho da economia brasileira, pois a componente exportação ganhou importância dentro do PIB. Em 2000, o coeficiente das exportações sobre o PIB passou de 8,5% em 2000, para 12,6% em 2008. No gráfico 6, podemos ver que a crise não mudou o desempenho do saldo comercial,

mas é notória a queda do fluxo de comércio que entrou novamente em trajetória de crescimento a partir do 2º trimestre de 2009 com a melhora do cenário internacional.

Além de atingir o comércio externo, o acirramento da crise internacional no último trimestre de 2008 mudou as expectativas dos agentes sobre o desempenho da economia brasileira de forma aguda e abruptamente (Chernavsky, 2011). O nível de atividade também caiu rapidamente a partir do último trimestre de 2008, fato que confirmou a previsão dos agentes. Por outro lado, a expectativas dos agentes é fundamental para as decisões de consumir e investir, se as expectativas se deterioram, inicia-se um processo de profecia autorrealizável. A percepção negativa dos agentes aprofunda o processo de desaquecimento da economia.

A mudança da percepção dos agentes sobre a economia brasileira acentuou-se diante a quebra do Lehman Brothers . No gráfico 7, podemos ver que o índice de confiança começa a cair em set/2008. A taxa de crescimento da produção industrial acompanha a evolução do índice de confiança.

Gráfico 7 – Expectativas do Crescimento do PIB e Produção Industrial



Fonte: Chernavsky, 2011

A queda das expectativas dos agentes está relacionada com a queda das exportações, diminuição do acesso ao crédito e o endividamento das empresas gerado por derivativos cambiais.

O enxugamento rápido e profundo da liquidez internacional diante do acirramento da crise, estrangulou os canais de crédito internacional, que antes da crise eram abundantes e

baratos num contexto de tendência à valorização do Real. A conta financeira do Bacen registrava em setembro de 2008 saldo positivo acumulado de US\$ 53,4 bilhões, Em Novembro de 2008, mesma conta registrava saídas líquidas de US\$ 25,1 bilhões no ano. A reversão desses fluxos gerava dificuldade de renovação e captação de novos recursos no exterior por parte de algumas instituições financeiras e empresas nacionais (FREITAS, 2009). Além disso, as perdas com derivativos cambiais de empresas exportadoras aumentavam o nível de desconfiança das instituições financeiras sobre a capacidade de liquidez destas empresas. Deste modo, o crédito interno também foi prejudicado, levando assim o contágio da crise que estava no mercado financeiro para a economia real, pois a queda do crédito afetava diretamente o consumo e os novos investimentos.

Apesar da boa situação econômica do País, a crise afetou o nível de atividade econômica principalmente pela componente investimento. Analisando a formação bruta de capital fixo, podemos ver que os investimentos aumentaram 13,8% em 2008, sendo a maior taxa anual desde 1994 e o quinto resultado positivo consecutivo. Os efeitos da crise sobre o nível de investimento foram sentidos no decorrer do ano de 2009. No ano de 2009 a FBCF decresceu 9,9%. A produção de bens de capital diminuiu 17,4% ante a expansão de 14,3% no ano anterior.

O nível de atividade da economia sofreu efeitos já no quarto trimestre de 2008, quando o PIB recuou 3,6%, interrompendo doze trimestres consecutivos de elevação. Esta queda deu-se principalmente pela redução de 7,4% da atividade industrial, prejudicada pela escassez de crédito provocada pela crise internacional. Quando a crise impactou de forma mais aguda a liquidez e o acesso ao crédito internacional, a oferta de crédito às empresas diminuiu significativamente, com forte impacto na atividade industrial.

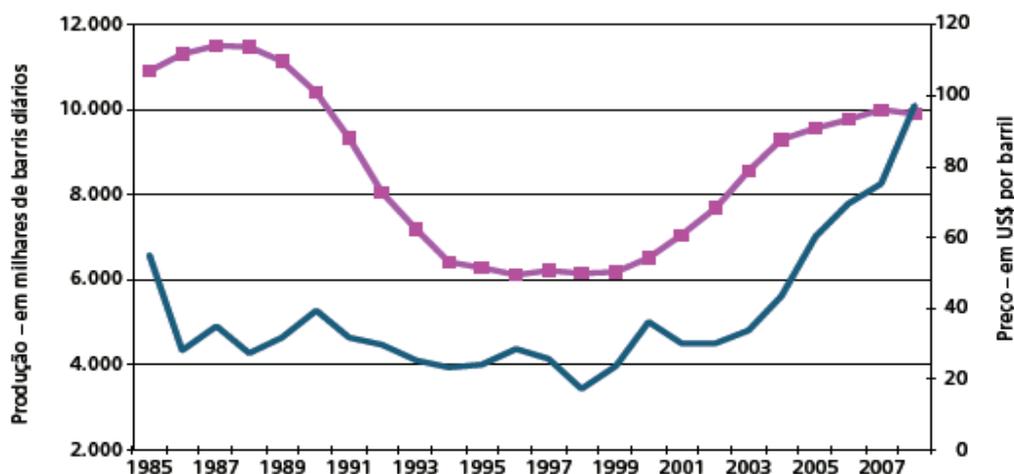
Os efeitos da crise foram, em um primeiro momento, subestimados pelo governo brasileiro que acreditou na tese do descolamento dos mercados emergente. Porém os efeitos da crise foram sentidos no último trimestre de 2008. De novembro a dezembro de 2008 a produção industrial caiu 28%, em um período que tradicionalmente apresenta crescimento devido às compras de Natal. A capacidade instalada diminuiu de 84% em setembro de 2008 para 76% em janeiro de 2009. O mercado de trabalho também sofreu os efeitos da crise, a taxa de desemprego em jan/2009 atingiu 8,5%.

2.2 Rússia

2.2.1 Economia Russa pré-crise.

A Rússia é o segundo maior exportador de petróleo do mundo e é líder isolada na produção e exportação de gás natural. A produção de petróleo é de suma importância dentro da economia Russa. A exportação de petróleo cru respondia em 2005 por 37,6% das exportações e, se considerado os produtos derivados do petróleo, esta participação chega a 48,9%. (Padovan, 2009)

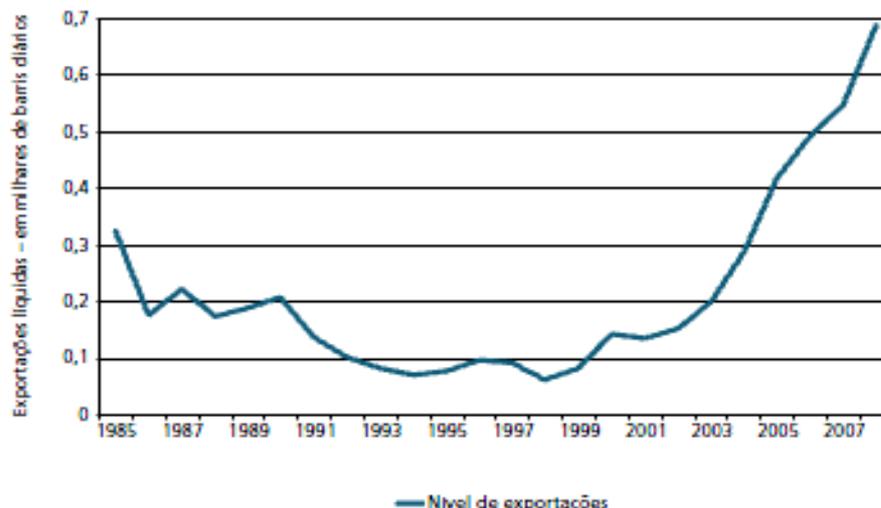
Gráfico 8 – Evolução do Preço e da Produção do Petróleo na Rússia



Fonte: Schutte 2011

Outros produtos também compõem o portfólio de exportações da Rússia como: metais (ferro, aço e alumínio), produtos químicos e máquinas e equipamentos. As empresas russas voltaram seus olhos para o mercado externo a partir da crise de 1998, quando a desvalorização do rublo atingiu 75% no início de 1999 em relação ao ano anterior. O efeito da desvalorização do rublo favoreceu o crescimento das exportações, beneficiadas, sobretudo, pelo comportamento dos preços do petróleo no mercado internacional (conforme gráfico 8 e 9).

Gráfico 9 – Evolução das exportações russas de petróleo em milhares de barris/dia



Fonte: Schutte, 2011

A crescente das quantidades e dos preços das exportações e a grande entrada de investimentos em portfólio e direta permitiram à Rússia constituir volumosas reservas internacionais. Em 1999, as reservas eram US\$ 12 bilhões, em julho de 2008 chegaram a US\$ 596,5 bilhões.

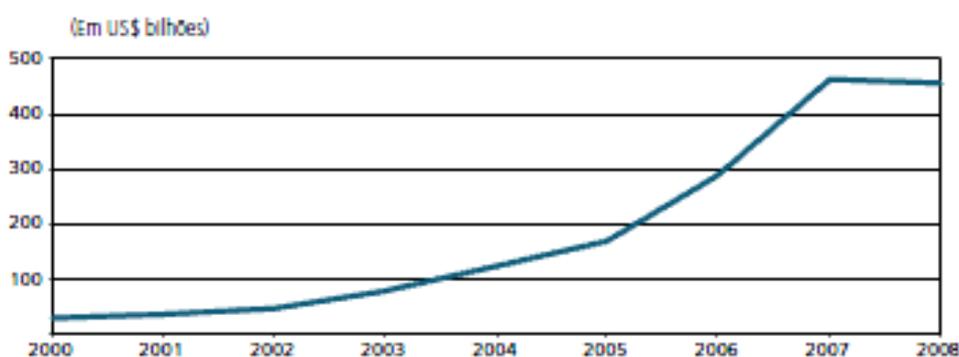
Associado ao crescimento do setor externo, houve grande expansão do setor industrial, com taxas próximas de 10% de crescimento do setor ao ano no período de 2000-2005. A partir de 2005 houve queda do crescimento da produção industrial pelo movimento de valorização do rublo que causou perda de competitividade das exportações russas.

Diante do crescimento das exportações e da renda vinda do petróleo, o governo Russo promoveu uma reforma tributária que ampliava a taxa sobre os recursos naturais e a diminuía sobre os demais setores (Schutte, 2011). O objetivo era aumentar a arrecadação num esforço de disciplina fiscal, diminuir a dependência da economia russa do petróleo e incentivar os demais setores. O aumento da arrecadação permitiu reduzir os juros e elevar a confiança dos demais setores. Estes fatores contribuíram para o ciclo de crescimento da economia Russa de 2000 a 2008. (ver gráfico 11)

O ciclo de crescimento permitiu ao governo russo criar fundos de estabilização com o objetivo de diminuir a fragilidade externa e evitar uma valorização maior do rublo (Padovan,

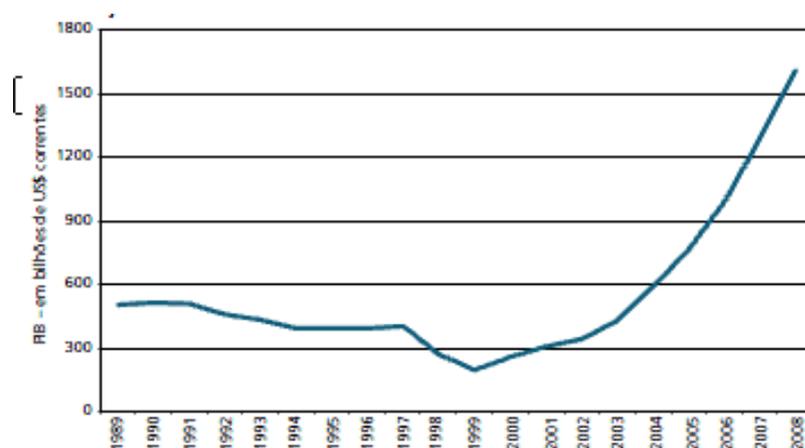
2009). Os fundos auxiliaram o governo a esterilizar os o impacto das receitas petrolíferas que pressionavam a oferta monetária. As receitas do petróleo são acumuladas em períodos favoráveis e usadas na contenção dos impactos de uma possível queda do preço. Quando o preço do petróleo está acima de US\$ 27 por barril, as receitas são acumuladas, quando está abaixo, os fundos de estabilização podem ser usados para cobrir déficits fiscais e pagamento da dívida externa. Além das reservas internacionais (ver gráfico 10), o governo russo diminuiu a fragilidade externa através da diminuição do endividamento público.

Gráfico 10– Evolução das Reservas Internacionais Russas (em US\$ bilhões).



Fonte: Schutte, 2011

Gráfico 11 – Trajetória do PIB Russo.



Fonte: Schutte, 2011

Com a estabilidade fiscal, juros decrescentes e o crescimento vigoroso das exportações a economia Russa atravessou uma fase de crescimento, acompanhado pelo

aumento da produtividade, dos salários reais, do emprego e diminuição da pobreza. Pode-se concluir que a economia russa estava em uma posição relativamente confortável.

A próxima análise é verificar como a reversão do cenário econômico mundial afetou a economia russa.

2.2.2 Impactos imediatos da crise sobre a economia Russa.

Como vimos anteriormente, a economia Rússia apresentava uma situação privilegiada: resultados fiscais positivos, gestão orçamentária mais eficiente, constituição dos fundos de estabilização, dívida pública externa abaixo dos US\$ 40 bilhões e o volume de reservas internacional sendo um dos mais altos do mundo. Porém a crise atingiu a Rússia com bastante intensidade, por diversas maneiras: contração do crédito, especulação contra o rublo, desvalorização cambial, e alta exposição dos bancos e empresas em passivos de moeda estrangeira (Alves, 2011). Em um primeiro momento, houve interrupção na entrada de capitais estrangeiros na forma de investimentos de portfólio e na forma de crédito às empresas e bancos russos. A interrupção da entrada de capitais está associada à busca por liquidez num momento de incerteza sobre o desempenho da economia mundial. A contração do crédito internacional dificultou a rolagem dos empréstimos contraídos em moeda estrangeira pelas empresas e bancos russos. A inversão dos fluxos de capitais também pressionou a moeda russa. Em um primeiro momento, o governo tentou manter a cotação, uma tentativa de proteger os bancos e empresas russas expostas em moeda estrangeira. Em setembro de 2008, esta tentativa consumiu US\$ 200 bilhões em reservas internacionais. Apesar da tentativa, houve queda de um terço no valor do rublo.

Além da contração do crédito externo e da desvalorização cambial, a Rússia sofreu em 2008 com a trajetória declinante dos preços das *commodities* pressionada pela queda da demanda mundial. A preferência por liquidez dos agentes foi outro fator que prejudicou a cotação dos materiais básicos, entre estes, o petróleo. A balança comercial e o fluxo de comércio russo foram diretamente impactados, as exportações caíram 47% e as importações diminuíram em 40%. Porém a Rússia conseguiu manter um discreto superávit comercial durante o ano de 2009. A queda dos preços e da demanda por petróleo e outras *commodities* afetou significativamente a atividade econômica e os resultados das empresas exportadoras.

No lado da importação, houve queda do volume de produtos importados com o aumento dos preços causado pela desvalorização do rublo.

Com o mercado internacional de crédito virtualmente fechado os bancos tiveram que recorrer ao mercado interbancário, o que pressionou as taxas de juros internas. Em virtude da crescente incerteza, os bancos em melhor situação não estavam dispostos a emprestar aos bancos com menor liquidez, o que levou ao BCR (Banco Central da Rússia) a tomar medidas para evitar o risco sistêmico. Apesar das medidas, 28 instituições de crédito deixaram de operar em um universo de 1135 instituições. Este número pode ser considerado modesto, mas o impacto principal foi sobre o crédito. O crédito para pessoas físicas em 2009 caiu 19,3%. O crédito das empresas caiu 10,2% contra um aumento em 2008 de 18,9% em 2008.

Com o crédito escasso, a formação do investimento foi prejudicada e afetou setores chaves como o industrial e de construção civil, que possuem alta dependência do crédito. O consumo das famílias também diminuiu, pois o mercado de trabalho russo foi severamente afetado pela crise internacional. A taxa de desemprego aumentou em 2008 depois de registrar nove anos consecutivos de queda, a taxa de desemprego que antes da crise girava entre 5 a 6%, com a crise, a taxa alcançou 9,5% em fevereiro de 2009. Estima-se que 300 mil pessoas perderam seus empregos no primeiro semestre de 2009.

A política fiscal mudou com a crise, o orçamento fiscal russo foi adaptado pelo governo russo diante as novas condições econômicas. A Rússia anteriormente possuía superávits fiscais consecutivos até 2008, porém, em 2009, para viabilizar o pacote de estímulo à economia russa, o déficit fiscal passou para 7,4% do PIB. Este déficit não significou um problema de financiamento para Rússia, pois além de ter apresentado consecutivos superávits fiscais nos anos anteriores, a relação dívida/PIB era relativamente baixa e o governo russo usou as reservas para cobrir parte do déficit fiscal.

2.3 Índia

2.3.1 A economia indiana pré-crise.

O ano de 1991 pode ser considerado o ponto de partida de uma nova estratégia de desenvolvimento (Prates & Cintra, 2009), pois o governo indiano neste ano inicia uma série de reformas que mais tarde, promoveriam o alto crescimento econômico, controle da inflação e exportações dinâmicas de serviços intensivos em tecnologia. Estes resultados foram obtidos por meio das transformações na estrutura produtiva, na inserção externa, no sistema financeiro, por via das políticas cambiais, fiscais e do importante papel do planejamento estatal.

As primeiras reformas postulavam novas diretrizes para a política industrial. O governo diminuiu a necessidade de licenças industriais para a maioria dos produtos, exceto para produtos eletrônicos, químicos e explosivos. A intenção desta reforma era desburocratizar a criação de novas fábricas. O governo também promoveu uma diminuição de sua participação na indústria, apesar de não promover um amplo programa de privatização como os da América Latina nos anos 90. Os únicos monopólios que o governo manteve foram: a produção de insumos para a energia nuclear, a produção de energia nuclear e o transporte ferroviário.

Apesar de diminuir sua participação na produção, o Estado indiano continuou a incentivar o desenvolvimento de produtos intensivos em tecnologia através de políticas científicas, tecnológicas e educacionais. Estas políticas integram o Sistema de Inovação Indiano (SNI). A preservação deste sistema é considerada uma das determinantes do maior dinamismo das exportações dos setores de mídia e de alta intensidade tecnológica.

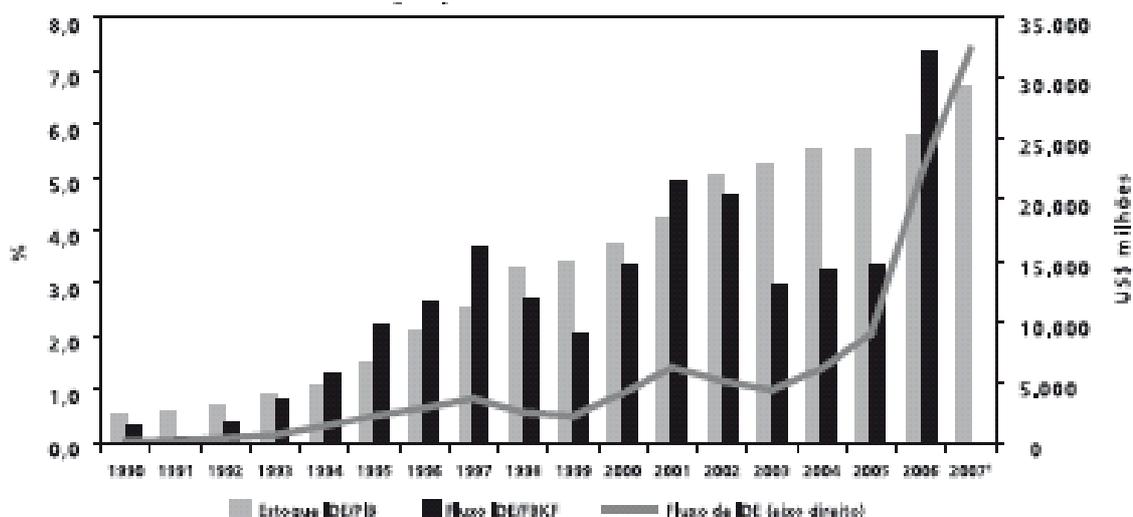
Os incentivos ocorrem no campo educacional através de estímulos a formação de cientistas e estrangeiros em escolas públicas federais. A legislação aduaneira é orientada para promover a importação de equipamentos utilizados no segmento de IT e a exportação de serviços no mesmo setor. Além disso, o governo indiano promoveu na década de 1980 políticas que permitiam maior absorção de tecnologia por parte das indústrias indianas. Além de criar incentivos importantes na forma de subsídios fiscais à pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias.

Outra reforma importante, responsável por elevar a inserção das empresas indianas na economia internacional foi a liberalização do regime de investimentos diretos estrangeiros.

Duas decisões governamentais foram decisivas para promover a liberalização. A primeira regulamentava a aprovação automática da entrada dos IDE's de origem estrangeira e superior a 51%, destinado aos setores considerados de alta prioridade como os intensivos em tecnologia. A segunda criava um conselho que reavaliava propostas de IDE não autorizadas previamente. As medidas ajudaram a atrair grandes conglomerados de IT como Motorola, Hewlett-Packard, Cisco System, entre outros.

O fluxo de entrada de IDE na Índia aumentou muito após a liberalização, o volume que em 1990 era de US\$ 97 milhões, chegou a US\$ 30 bilhões em 2007. O fluxo de IDE ajudou a Índia a aumentar a importação de tecnologia e a formação bruta de capital fixo (ver gráfico 12). Além de ajudar no crescimento do investimento, as empresas estrangeiras contribuem para o dinamismo das exportações de software e serviços relacionados.

Gráfico 12 – Grau de Internacionalização produtiva e fluxos de IDE na Economia Indiana



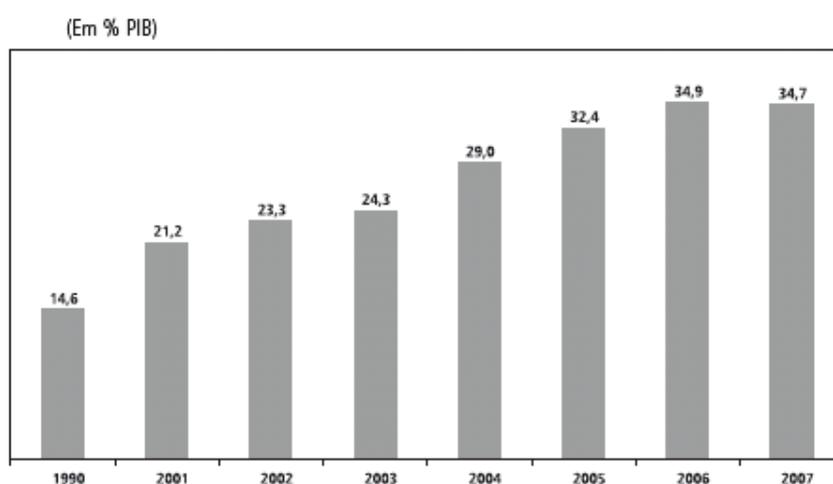
Fonte: Prates & Cintra, 2009.

A abertura comercial foi outra medida importante na inserção da economia indiana no comércio internacional. Esta abertura contemplava a diminuição da lista de produtos protegidos por tarifas aduaneiras e também a redução destas tarifas.

As novas diretrizes de política industrial, a preservação do sistema de inovação, a liberalização dos fluxos de IDE e a abertura comercial contribuíram para as elevadas taxas de

crescimento econômico e resultaram em transformações na estrutura produtiva e no perfil da balança comercial.

Gráfico 13 – Corrente de Comércio Indiana



Fonte: Cintra & Prates, 2009.

O comércio exterior aumentou a corrente de comércio (exportações mais importações) que era de 14,6% do PIB em 1990 passou para 34% do PIB em 2007 (ver gráfico 13). Esta trajetória foi acompanhada por superávits crescentes se consecutivos na conta de serviços e por déficits na conta de bens. Entre 1990 e 2007 a conta corrente só esteve positiva entre 2001-2003, nos demais anos sempre registrou déficits, em 2007 este déficit chegou a US\$ 17,4 bilhões.

O processo de liberalização na economia indiana promoveu a entrada gradual de investimentos de portfólio. Esta parcimônia estava associada ao medo das autoridades indianas de que a economia ficasse altamente dependente de capitais especulativos que promoveram uma crise cambial em 1991. Com a abertura, as autoridades indianas procuraram diminuir o endividamento público externo e promover o endividamento controlado de empresas indianas através de tetos para a tomada de empréstimos em moeda estrangeira. A partir de 2003, há um expressivo aumento da entrada de capitais em investimentos de portfólio em ações associado ao ciclo recente de liquidez. O que contribuiu para o dinamismo e volatilidade do mercado indiano de ações.

Na Índia vigora um regime cambial de flutuação suja, com a autoridade indiana promovendo intervenções ativas nos mercados cambiais. Este regime procura atender duas demandas conflituosas: a de manter a taxa de câmbio competitiva para as exportações e ao mesmo tempo garantir uma âncora cambial para controlar a inflação dos preços internos. Associado ao regime cambial, o ingresso de recursos estrangeiros no mercado acionários aumentou a volatilidade da cotação da rúpia. A taxa real efetiva mostrou tendência de valorização até meados do acirramento da crise internacional de 2008.

A abertura financeira tornou a tarefa de controle dos preços mais complexa. O governo buscou enfrentar o impacto inflacionário através da política monetária. Por diversas vezes o Banco Central da Índia procurou esterilizar o aumento monetário gerado pela entrada de recursos estrangeiros por meio da venda de títulos públicos. Além da emissão de títulos, o RBI buscou entre 2005 e 2008 aplicar uma trajetória crescente da *repo rate* (principal taxa de referência de juros do mercado indiano).

A política fiscal indiana manteve maior grau de autonomia, pois a regulação do sistema financeiro obrigou aos bancos indianos a aplicar 25% dos seus ativos no financiamento da dívida pública. Outro fator de autonomia é a pequena participação dos investidores estrangeiros no mercado de dívida pública em função das taxas de juros serem relativamente baixas e controladas pelo RBI. Estes fatores permitem uma gestão fiscal mais flexível. A Índia manteve ao longo dos últimos anos pré-crise, persistentes déficits primários, com exceção de 2007 e 2008, quando o governo indiano promoveu alterações tributárias para aumentar suas receitas. A flexível gestão fiscal foi importante para absorver o ônus das operações de esterilização da liquidez que aumentaram o estoque e o serviço da dívida pública.

As reformas e o regime macroeconômico permitiram elevadas taxas de crescimento do PIB com estabilidade de preços e melhora da renda *per capita*. Aumentaram a inserção indiana na economia internacional e simultaneamente aumentou a vulnerabilidade externa pelo alto ingresso de recursos na forma de capital de portfólio. Por outro lado, a Índia manteve certa autonomia em relação aos capitais estrangeiros por manter a maior parte da sua dívida financiada por capitais internos.

2.3.2 – Impactos imediatos da crise sobre a economia indiana.

Segundo Prates & Cintra (2009), o bom momento da economia internacional, com altas taxas de crescimento, abundância de capitais internacionais e o crescimento dos fluxos internacionais favoreceram a estratégia indiana de aliar um programa que aliava reformas liberalizantes, aceleração do crescimento, redução da pobreza, inserção internacional através da exportação de serviços e acumulação de reservas cambiais permitindo a economia a alcançar indicadores econômicos muito saudáveis. Entretanto, o contágio da crise internacional evidenciou fragilidades da inserção externa indiana, que ficaram encobertas durante o ciclo de crescimento econômico e de bom cenário internacional.

Um dos principais impactos da crise foi sobre a conta de capital. Apesar de registrar entradas líquidas nos cinco anos anteriores à crise, no ano de 2008, as saídas líquidas de capitais ficaram em R\$ 15 bilhões. O movimento destes capitais não representou um problema para o financiamento da dívida externa indiana, porém a intensa saída de capitais de portfólio afetou significativamente o mercado de capitais indiano. O índice de preços das ações indianas deflacionou cerca de 60% de seu valor registrado em janeiro de 2008. Em 2007, realizou-se 106 IPO's e em 2008 apenas 11.

No ano de 2009, como a Índia era uma das poucas economias com crescimento econômico, os fluxos de investimento em carteira retornaram à Índia. Em dois meses (abril e maio de 2009), o mercado de capitais indiano recebeu recursos líquidos de mais de US\$ 5 bilhões. Consequentemente, o mercado conseguiu recuperar parte do valor perdido, porém não alcançou o máximo patamar atingindo em 2008 e os novos processos de IPO's ficaram congelados, pois, em 2009, houve apenas uma empresa que emitiu ações no mercado de ações indiano.

O bom momento da economia indiana foi acompanhado por um aumento substancial de entradas de investimento direto e empréstimos comerciais concedidos por estrangeiros. As entradas de IDE passaram de US\$ 6 bilhões em 2005 para US\$ 34 bilhões em 2007. Os empréstimos em moeda estrangeira ajudaram os empresários indianos de dois modos: facilitaram a aquisição de empresas em território estrangeiro e ajudaram a financiar a expansão de seus negócios dentro da Índia. Porém, os fluxos de IDE e do crédito internacional não passaram ilesos pela crise. Os fluxos líquidos de entrada de IDE pararam de crescer em 2009, o impacto vai ser maior nas novas concessões de crédito estrangeiro que em 2008

registraram US\$ 30 bilhões, enquanto que, no ano seguinte, alcançaram apenas US\$ 0,5 bilhão. Assim houve uma perda de um canal importante de crédito para as empresas indianas.

A combinação da diminuição dos fluxos de IDE, crédito internacional e remessas para o exterior resultaram na deterioração da conta de capital. O superávit de 14% do PIB registrado em Setembro de 2007 tornou-se um déficit no ano seguinte de 2 % do PIB.

Além da conta de capitais, a balança comercial indiana também foi afetada pela crise. A queda da demanda internacional atingiu primeiro o setor de pedras preciosas e jóias, provocando o fechamento de 300.000 postos de trabalho. Os demais setores de exportação também foram afetados como: têxteis, autopeças e produtos artesanais. As exportações caíram 29,2% de Maio de 2008 a Maio de 2009. As exportações de serviços também foram atingidas, no terceiro trimestre de 2007, havia um crescimento de 34% nas exportações de serviço, no ano seguinte estas decresceram 6%. As exportações de bens e serviços representam 22% do PIB indiano e a sua queda impactou principalmente o nível de atividade industrial.

O acirramento da crise ocorreu em um momento em que o governo induzia uma política de diminuição da aceleração do crescimento econômico. Com a crise, este movimento de desaceleração aumentou. No terceiro trimestre de 2009, a taxa de crescimento registrou 5,3%, muito menor que os 8,9% registrados no mesmo período do ano anterior. Segundo a Secretaria da Presidência Indiana (2010), a queda do crescimento do PIB não foi tão brusca como nos demais países devido a grande participação (50%) do setor serviços na composição do PIB, que se mostrou mais resiliente aos efeitos da crise financeira mundial.

A moeda indiana se desvalorizou com a reversão dos fluxos de capitais de portfólio e pela demanda das empresas em transformar as obrigações em moeda estrangeira para moeda local. De abril de 2008 a Março de 2009 a cotação da rúpia desvalorizou 27% . No mesmo período as reservas caíram US\$ 60 bilhões. . A desvalorização da rúpia, apesar de não representar um problema macroeconômico, pela baixa participação estrangeira no financiamento da dívida pública, representou um problema microeconômico devido a alta exposição das empresas em moeda estrangeira.

Segundo a Secretaria da Presidência Indiana (2009), o sistema bancário indiano não foi afetado pela crise internacional. O sistema indiano não estava diretamente exposto aos ativos *sub-prime*. Além disso, o índice de Basiléia médio dos bancos indianos esta em 12,6%

(Maior que a norma de Basileia que é de 8%). Um detalhado estudo do RBI (*Reserve Bank of India*) mostrou que nenhum dos bancos indianos possuía exposições diretas, mas apenas alguns bancos possuíam pequenos saldos de títulos com lastros em *sub-prime*, o que não impactou significativamente o resultados das instituições.

Diante do cenário apresentado, pode se notar a resiliência da economia indiana frente à crise internacional, esta se deve ao bom desempenho da economia indiana pré-crise, à situação fiscal favorável, à forte regulação bancária, à baixa dependência de capitais externo para o financiamento de sua dívida e ao acúmulo de reservas internacionais no período de liquidez. Por outro lado, verifica-se que a economia indiana não passou ilesa, pois ocorreu desaquecimento do crescimento econômico, aumento do desemprego, queda das exportações e desvalorização da rúpia. A queda do crescimento econômico e o aumento do desemprego pode ser um problema para a economia indiana, uma vez que o país ainda apresenta elevados níveis de pobreza e miséria.

2.4 China

2.4.1 A economia chinesa pré-crise.

Até final dos anos 1970, quase 100% dos ativos industriais estavam concentrados no setor público e regulado pelo Estado onde se exercia um planejamento centralizado da produção, do trabalho e dos preços. A ausência de um mercado competitivo levava à tomada de decisões que privilegiavam aspectos políticos a econômicos. Na tentativa de modificar o setor industrial e promover o desenvolvimento tecnológico, o governo chinês a partir de 1978 começou a realizar um processo de abertura para o mercado e de ingresso de capital externo. (Leão, 2010).

O investimento estrangeiro na China teve sua atuação regulada fortemente pelo Estado. O governo direcionou estes fluxos para setores de tecnologia e exportação com condicionamentos de transferência tecnológica, desenvolvimento de P&D e exigências de parte da produção ser destinada às exportações. Para promover a atração destes investimentos, o governo promulgou leis que protegiam os lucros e os interesses das empresas estrangeiras, quando estas ingressavam no mercado chinês sem nenhuma associação com empresas locais. Além disso, o governo promoveu alterações tributárias, impondo uma alíquota de imposto de renda que diminuiria a medida que as empresas que reinvestissem seus lucros, caso invertidos em projetos de tecnologia, a alíquota poderia chegar a zero.

No início dos anos 1990, quando houve uma explosão da entrada de IDE, iniciaram-se novos avanços na política de atração de investimentos, através da permissão de corporações estrangeiras em atuar em mais setores que antes eram monopolizados pelo Estado.

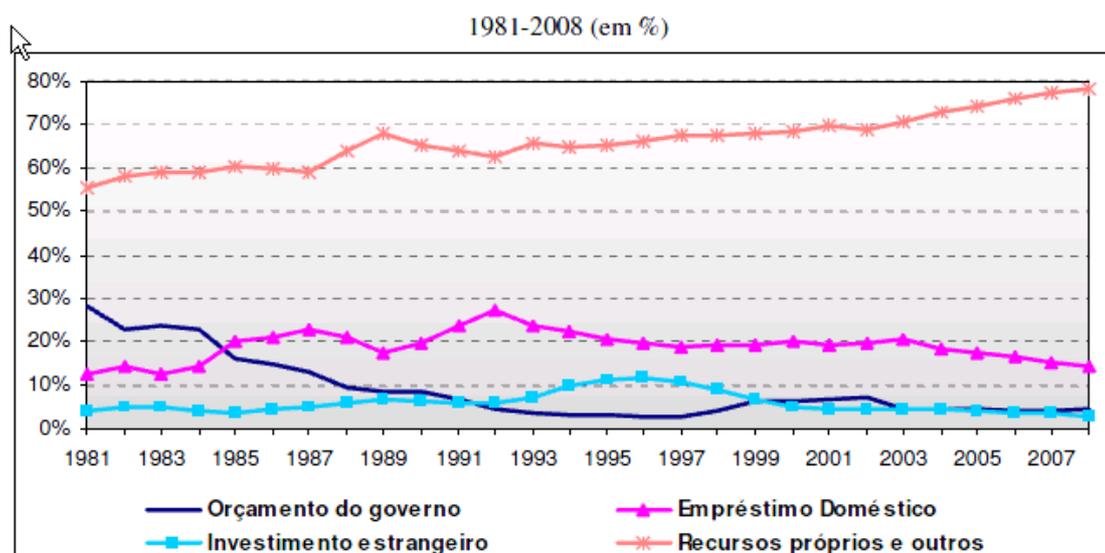
Com a chegada de empresas americanas e europeias, a China pode absorver tecnologia de ponta em várias indústrias, através da importação de produtos mais sofisticados, especialmente bens de capital e pela transferência de setores de P&D dessas empresas para a China. Assim o capital estrangeiro exerceu a função de fornecer divisas e tecnologia de ponto para suportar o desenvolvimento de indústrias chinesas *high tech* e orientadas para exportação mediante forte regulação estatal.

Além da permissão da entrada de IDE, O processo de abertura foi dirigido de forma a permitir que as estatais liderassem o processo de industrialização chinesa. O governo promoveu reformas que permitiam o fortalecimento do núcleo da estrutura produtiva e tecnológica das empresas estatais. O padrão destas reformas esteve sobre forte regulação estatal. As empresas estatais podiam explorar inovações de processos e produtos sem ter de enfrentar a concorrência do capital estrangeiro. Além disso, havia uma política de alocação de recursos e de metas de produção que deslocou o papel das estatais para a realização de investimentos de longo prazo em vários setores estratégicos e encadeados.

A partir de 1993, o governo chinês tomou iniciativas para iniciar a abertura de capitais das grandes empresas estatais, com o intuito de modernizar as empresas e diminuir a influência do PCC (Partido Comunista Chinês) na gestão das estatais. Esta medida fazia parte de um pacote mais amplo que visava a internacionalização das estatais, capacitando-as a concorrer em mercados dominados por empresas de países mais desenvolvidos.

O resultado da liderança das empresas estatais no desenvolvimento chinês foi determinante, por meio destas, o governo conduziu o processo de investimentos em setores de alta tecnologia e de infraestrutura pesada. Com isso a FBCF chinesa foi essencialmente financiada por estes investimentos como demonstrado no gráfico 14.

Gráfico 14 – Composição da FBCF Chinesa

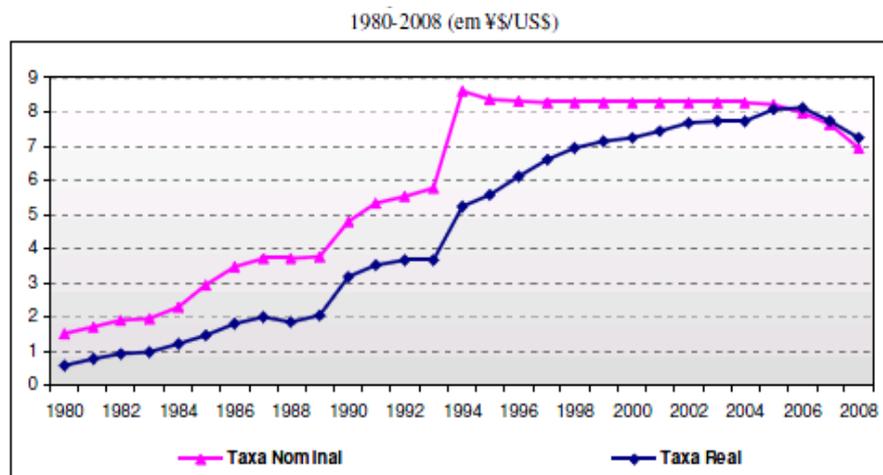


Fonte: Leão, 2010

A gestão macroeconômica chinesa buscou incentivar o desenvolvimento econômico através da absorção de tecnologia, incentivo às exportações, atração do IDE e elevação dos gastos públicos. Este incentivo ocorreu através da desvalorização cambial, redução dos juros e concessão de incentivos fiscais.

Na política cambial, o governo chinês buscou desvalorizar de forma progressiva a taxa de câmbio, a fim de estimular as exportações e incentivar o IDE direcionado também às exportações. Como abaixo no gráfico, vemos uma tendência de desvalorização de 1980, das taxa real e nominal. Após 1994, ocorre a fixação da taxa nominal e de depreciação da taxa real. Após 2005, o governo chinês, institui no lugar do câmbio fixo um sistema cambial flexível onde a taxa poderia flutuar dentro de uma banda estreita de 0,3%. Por isso ocorre discreta apreciação do iuane de 2005 a 2008. Esta desvalorização não significou uma perda de competitividade chinesa, pois o movimento da apreciação do dólar no mercado internacional de divisas compensou a apreciação da moeda chinesa.

Gráfico 15 – Evolução da taxa nominal e da taxa real do iuane frente ao dólar.



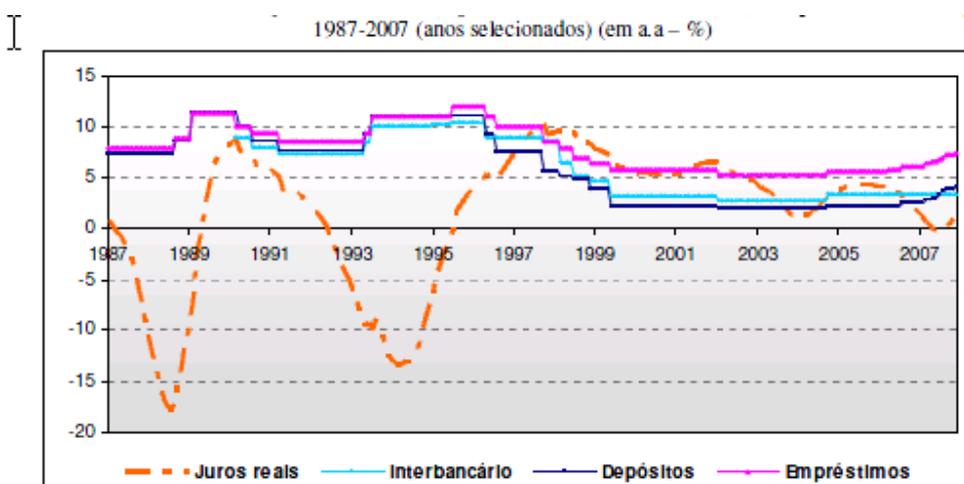
Fonte: Leão 2010

A política cambial auxiliou o aumento da competitividade dos produtos chineses que, somada ao ambiente de estabilidade macroeconômica, gerou expansão das exportações e do investimento sem aumentar a vulnerabilidade externa.

A política monetária chinesa preocupou-se em alcançar dois objetivos básicos: controlar a inflação e promover o crescimento econômico. Prova disso é a não autorização da independência do BPC que vigora até os dias atuais. Entre 1984 e 1997, o controle do crédito foi o principal instrumento de regulação monetária, após 1997 houve a incorporação de novos mecanismos para a gestão monetária como a utilização de depósitos compulsórios. Além do controle da liquidez, a contenção da inflação foi feita por diversas vezes através de meios heterodoxos como o congelamento dos preços, restrição dos reajustes salariais e limitação dos lucros das empresas estatais.

Para administrar a liquidez no sistema bancário e financeiro, novos instrumentos de gestão dos agregados monetários foram disponibilizados, dentre os quais se destacaram: as operações no mercado aberto e os compulsórios. Assim foi possível o BPC (Banco do Povo da China que exerce o papel de Banco Central) enxugar ou ampliar a liquidez interna com o aumento das reservas internacionais.

Gráfico 16 – Evolução das taxas de juros chinesas.



Fonte: Leão 2010

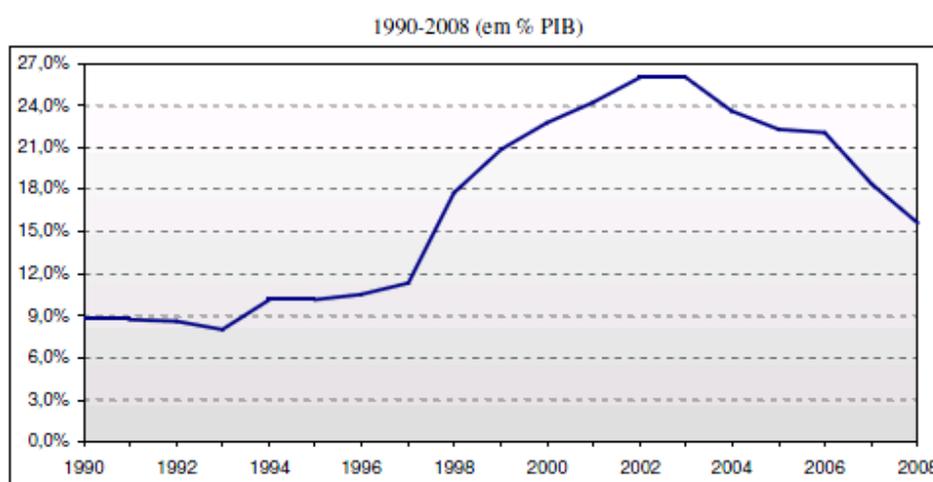
Apesar do movimento de liberalização da política monetária e do sistema financeiro, o BPC continuou a exercer um papel desenvolvimentista, sustentando a política de crédito dos bancos comerciais (também estatais), caracterizada pelo grande volume de concessão de empréstimos, que tem sido a principal fonte de liquidez e investimentos do País. Esta política atendia a demanda por investimento em infraestrutura e expansão da produtividade industrial.

Diante deste cenário, foi importante o BPC manter taxas de juros baixas (ver gráfico 16) para promover o fluxo de financiamento às empresas.

A partir de 1994, o governo chinês promoveu um recentralização fiscal com o intuito de dispor de mais recursos para financiar investimentos de longo prazo e equilibrar as contas públicas. O governo procurou manter uma política que conciliava a expansão dos investimentos sociais e impedir o aumento da inflação. Dentro desta política o governo estabeleceu novos impostos que aumentaram a arrecadação em média 18% a. a.. Com este aumento de arrecadação foi possível manter a credibilidade e estabilidade das contas públicas e ampliar os investimentos em momentos de recessão ou crises externas.

Apesar da continua expansão do crédito e do investimento, o crescimento não foi acompanhado de grandes pressões inflacionárias, pois a política fiscal ajudou o governo a exercer a política monetária por meio da emissão de títulos da dívida pública. Assim o governo aumentou a dívida pública (ver gráfico 17) para diminuir a expansão da liquidez interna gerada pela entrada de divisas de exportação e investimento estrangeiro. Além de controlar a inflação, o aumento da dívida pública foi o que possibilitou a manutenção de uma taxa de câmbio nominal fixa. A partir de 2002, trajetória da dívida entra em queda, pois o crescimento acelerado da economia chinesa diminui a relação dívida/PIB.

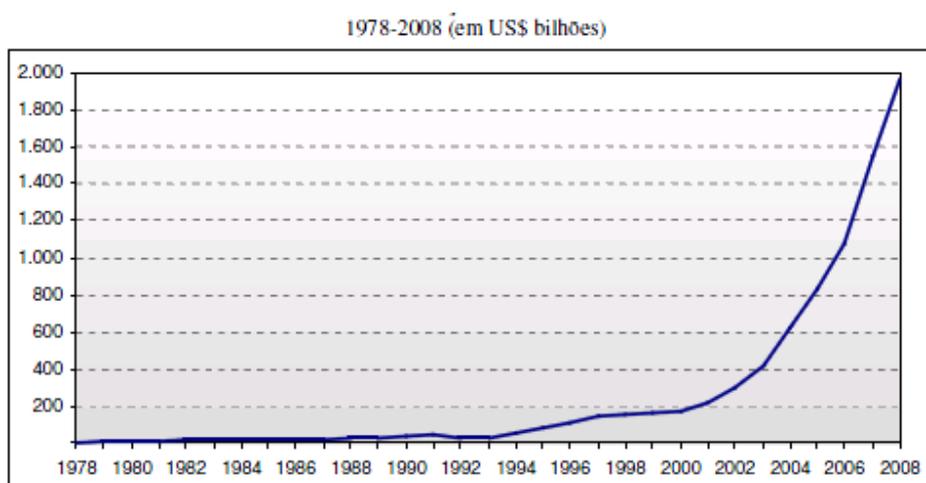
Gráfico 17- Evolução da dívida pública chinesa (%do PIB)



Fonte: Leão 2010

As reformas e gestão macroeconômica promoveram grandes mudanças na sociedade e na economia chinesa, que possibilitaram a expansão do investimento, dos salários e das exportações, bem como da miséria e da pobreza. Além disso, a economia chinesa conseguiu saldos volumosos de exportação (conforme gráfico 18), que viraram reservas internacionais em títulos da dívida americana. Estas reservas representam hoje um aumento da importância da China no contexto internacional e um fator sempre considerado nas disputas políticas e comerciais com os EUA.

Gráfico 18 - Evolução Reservas Internacionais chinesas



Fonte: Leão, 2010

2.4.2 Impactos imediatos da crise sobre a economia chinesa.

Apesar dos números e variáveis econômicas indicando a boa situação da economia China, esta não estaria imune as volatilidades criadas pelas crise. A China tem um alto grau de abertura, sendo o segundo maior exportador do mundo e o terceiro maior importador, diante destas constatações podemos concluir que qualquer variação da demanda por produtos chineses pode impactar significativamente a balança comercial chinesa e por consequência a atividade econômica. A taxa de crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2008 foi de 10,6%

e passou para 6,8% no último trimestre. Empresas chinesas tiveram em média queda de 30% de seus lucros, se compararmos o segundo semestre de 2008 com a primeira metade de 2009.

No primeiro semestre de 2009, as exportações caíram 21,8% e as importações caíram 25,4%. Os setores exportadores chineses intensivos em tecnologia e capital foram os mais afetados que os intensivos em trabalho. Estima-se que a queda do fluxo comercial afetou o crescimento chinês em 3% pontos percentuais.

Segundo estatísticas oficiais, a taxa de desemprego da China praticamente não se moveu de 4,2 por cento para 4,3 por cento (de 8,86 milhões registrado urbana de desempregados para 9,06 milhões). No entanto, estes dados subestimam a realidade. Por exemplo, a cidade de Dongguan, uma das orientadas para a exportação da China relatou perda de 630,000 postos de trabalho. Na primavera de 2009, até mesmo o Ministério da Agricultura da China admitiu que 20 milhões de trabalhadores recém-demitidos que trabalhavam nas áreas urbanas, haviam retornado para as áreas rurais.

O superávit da conta financeira diminuiu 74%, comparando o ano de 2008 com 2007. O saldo líquido de investimento estrangeiro direto diminuiu 22%, mais pela saída de capital chinês invertido em outros países, uma vez que as entradas de IED na China aumentaram 7%. A posição do saldo de investimento de portfólio foi pouco afetada no ano de 2008, uma vez que ocorreu aumento de US\$ 42,7 bilhões no superávit de investimento em carteira, 128% maior que 2007. Em 2009 o saldo líquido de investimentos de portfólio diminuiu 9%.

Apesar dos impactos da crise sobre a economia chinesa, o sistema bancário ficou imune a contaminação dos ativos *sub-prime*. As críticas feitas antes da crise como: limitação da participação de bancos estrangeiros no capital dos bancos chineses, regulação dos investimentos de portfólio e um mercado de capitais segmentado tornaram-se barreiras que impediram a contaminação do sistema bancário e diminuíram os efeitos sobre a conta de capital caudados pela crise.

As principais variáveis afetadas pela crise foram a queda da atividade pela queda das exportações e conseqüentemente a queda de postos de trabalho, principalmente em setores industriais exportadores. Por outro lado, a China se mostrou muito mais resiliente à crise que as demais economias do mundo principalmente por ter acumulados saldos comerciais dos últimos anos, situação fiscal confortável, setor bancário debaixo do “bom

guarda” da regulação e por ter uma economia dinâmica capaz de gerar produtos de diferentes tipos de valores agregados e de alta demanda internacional.

2.5 Conclusão

O Brasil conseguiu crescimento econômico com uma política macroeconômica, que apesar de modesta, diminuiu vulnerabilidades externas. A gestão macroeconômica associada às políticas de transferências governamentais permitiu o aumento do consumo, do investimento público e privado, e do crédito ao consumo e ao investimento. A trajetória destes fatores exerceu um papel importante para conter os impactos do acirramento da crise. Por outro lado, o País não conseguiu passar imune a crise diante da reversão do cenário econômico mundial e sofreu contágio pelos canais de comércio externo, pelo estrangulamento dos canais de crédito em moeda estrangeira e pela quebra de expectativas dos agentes.

No período pré-crise, a economia russa teve um crescimento, em maior parte, associado à evolução do comércio internacional e à trajetória do preço do barril de petróleo. O governo buscou diminuir a dependência econômica do petróleo e sua vulnerabilidade inerente. No entanto a queda do preço do petróleo com a queda da demanda internacional afetou o valor das exportações russas, fato que contribuiu decisivamente para a quebra de expectativas dos agentes sobre o desempenho da economia russa.

O governo da Índia conseguiu aliar as transformações econômicas em curso desde a década de 90, com o ciclo de liquidez da economia internacional. Essa estratégia forneceram à Índia a resiliência econômica e dinamismo interno. Apesar da resiliência a economia indiana sofreu os efeitos da crise sobre suas exportações e setores intensivos em trabalho.

A inserção da economia chinesa nos mercados internacionais foi conduzida de forma a criar fatores dinâmicos como absorção tecnológica, inovações e geração de divisas. Este modelo de inserção associado com a gestão macroeconômica desenvolvimentista e com a evolução das exportações permitiu um crescimento econômico vigoroso antes da crise. Apesar do crescimento, a China também foi impactada pelos efeitos da crise internacional. A queda dos fluxos de comércios internacionais vai diretamente a demanda por produtos chineses. Apesar da queda das exportações, a China mostrou-se um dos países mais preparados para enfrentar a crise, pois sua estratégia de crescimento criou escudos contra movimentos especulativos abundantes em fases de reversão de ciclo.

A análise de cada país permite tirar algumas conclusões sobre a evolução de suas economias e dos impactos da crise sobre as mesmas. Primeiro, as gestões macroeconômicas foram fundamentais para evitar estragos estruturais sobre as contas públicas das economias do BRIC. As iniciativas de responsabilidade fiscal, constituições de reservas internacionais e baixa dependência de capitais externos para o financiamento da dívida pública afastaram a quebra de expectativas sobre a solvência externa destes países. Esta postura só foi possível pelo crescimento interno e pelo ciclo de liquidez recente do comércio internacional. Índia e China conseguiram estabelecer fatores dinâmicos sobre suas economias originários de estratégias de desenvolvimento de longo prazo que ajudaram a proteger de forma mais significativa suas economias.

O próximo capítulo analisa a atuação anticíclica de cada país de acordo com os impactos sofridos e a estratégia de cada País para conter os efeitos da crise e retomar a trajetória de crescimento.

Capítulo 3- A atuação anticíclica dos países do BRIC e os primeiros efeitos destas.

Introdução

Durante o processo da crise internacional os bancos centrais e os governos ao redor do mundo adotaram medidas para evitar possíveis consequências mais graves com a quebra de bancos ou recessões agudas. Neste trabalho limitaremos a análise dos países centrais, neste caso, os países da União Européia e os EUA. A análise busca mostrar as principais medidas anticíclicas que ajudaram na reconstrução inicial das expectativas dos agentes.

Após esta análise, será conduzida a descrição dos pacotes anticíclicos dos países do BRICS e como a política econômica se coloca na tentativa de reconduzir estas economias ao crescimento econômico.

Em sequência, inicia-se o estudo dos efeitos preliminares das medidas e da melhora do cenário internacional sobre as variáveis economias das economias em questão.

3.1 –As medidas do Fed e BCE na tentativa de diminuir a incerteza e a recuperação da economia internacional.

Segundo Suzigan (2010), a estratégia utilizada pelo BCE (Banco Central Europeu) no contexto da crise era de evitar volatilidades nos mercados financeiros e que estas se expandissem para a atividade econômica. A estratégia incluiu o aumento da transparência com a divulgação das exposições a instrumentos financeiros complexos e ilíquidos por parte das instituições financeiras. Este esforço no caminho da transparência foi importante para trazer novamente confiança ao mercado. Após outubro de 2008, o BCE efetuou um corte de juros coordenado com o Banco do Canadá, Banco da Inglaterra, O Federal Reserve, o Sveriges Riksbank e o Swiss National Bank. Esta coordenação representou um forte compromisso em fornecer liquidez aos mercados e diminuir os impactos da crise. De outubro de 2008 a julho de 2009 as taxas de juros foram de 4,25% a.a para 1%a.a.

Adicionalmente, os bancos centrais dos países europeus ajudaram na recapitalização dos bancos de seus respectivos países para diminuir o risco sistêmico. A medida mais importante neste sentido ocorreu em outubro de 2008, quando os bancos centrais europeus coordenaram um plano de ação que previa a injeção de capital, garantia de dívidas e compra de ativos. A França disponibilizou 40 bilhões de euros em injeções de capitais e 265 bilhões em garantia de dívida. A Alemanha ajudou o sistema financeiro com 400 bilhões de euros em garantias de dívida e 80 bilhões de euros por meio de injeções de capita e compra de ativos. Outros países europeus também participaram desta ação que evitou falências e a ameaça do risco sistêmico aos bancos europeus.

A União Europeia também realizou um esforço fiscal no momento mais grave da crise com a meta principal de diminuir o impacto sobre a atividade econômico e o desemprego. Por outro lado este esforço foi questionado pois o déficit na União Europeia atingiu 6,4% em 2009, muito maior que os 3% permitidos na zona do euro. Este déficit vai ser um dos responsáveis pela crise que a Europa enfrenta atualmente. Por outro lado, as medidas do BCE, as medidas dos bancos centrais europeus e as medidas fiscais ajudaram a trazer tranquilidade aos mercados financeiros, elevando a liquidez nos mercados internacionais.

Simultaneamente aos esforços europeus, o FED também adotou medidas para evitar o colapso do sistema financeiro americano. Até agosto de 2007, o FED utilizou as medidas de política monetária para manter a taxa de juros como as operações de *open-market*,

empréstimos de redesconto e requerimentos de reserva. Mas os instrumentos tradicionais não foram suficientes e programas de assistência e compra de ativos podres foram executados pelo FED em momentos de extrema preferência pela liquidez dos mercados. Esta preferência foi acentuada pela falta de transparência das instituições financeiras americanas que não conseguiam exatamente demonstrar quais riscos e a profundidade dos mesmos. A alta preferência pela liquidez prejudicou o funcionamento do interbancário e do mercado de crédito o que alastrou os efeitos da crise financeira para a economia real.

Diante do cenário de pouca liquidez, o FED atuou como prestador de última para instituições individuais e conjuntamente com outros bancos centrais fazia *swaps* para fornecer dólares aos mercados estrangeiros. As ações individuais foram importantes para evitar a quebra de gigantes como: O Citigroup, o Bank of America e a seguradora AIG. O governo americano socorreu indústrias que sofriam dificuldades antes da crise, e com o acirramento das condições do crédito, a ajuda do governamental tornou-se imprescindível para manter suas operações, entre estas empresas estavam: General Motors, Chrysler e Ford.

As ações do FED, do BCE e dos bancos centrais europeus evitaram o aprofundamento da crise que ocorreria com as quebras dos bancos e falta de crédito às empresas. Estas ações enfrentaram os problemas mais imediatos e evitou o aprofundamento da crise, que apresenta consequências ainda imprevisíveis. Apesar da incerteza, houve melhora das expectativas que permitiu um volta do crescimento do fluxo de comércio internacional e do fluxo de capitais.

A melhora do cenário internacional vai ajudar às economias emergentes voltarem a crescer, pois a volta do fluxo de comércio, a retomada da evolução dos preços das *commodities* e a volta dos investimentos em carteira vão se refletir nas expectativas dos agentes nos países emergentes.

Cabe agora o estudo das medidas anticíclicas dos países do BRIC, e analisar a interação destas com a transição de um cenário de extrema iliquidez para outro de reconstrução parcial das expectativas.

3.2 – A Atuação anticíclica do Brasil

Antes do acirramento da crise estava em curso uma política governamental orientada para aumentar a renda, o consumo e o investimento público. Como explicado no item 2.1.1, os programas de transferência de renda, o aumento do salário mínimo, os programas habitacionais e o PAC criaram componentes para o crescimento do país no período pré-crise. Além de exercer este papel desenvolvimentista, as políticas governamentais ajudaram a conter a queda do consumo e da renda nos períodos mais agudos da crise.

Apesar destas políticas governamentais o governo brasileiro e o BACEN atuaram com o objetivo de atenuar os efeitos da crise. Segundo Araújo & Gentil (2010), as medidas anticíclicas brasileiras podem ser agrupadas em três grupos: i) medidas para diminuir o risco sistêmico e restaurar a liquidez da economia, ii) medidas fiscais para induzir o consumo, o investimento e às exportações, iii) medidas para conter uma possível crise cambial.

Apesar do objetivo de restaurar a liquidez e diminuir o risco sistêmico, o COPOM (Comitê de Política Monetária) manteve a trajetória de evolução da taxa de juros de abril de 2008 até o acirramento da crise com a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008. De setembro até dezembro/08, o COPOM manteve a taxa SELIC em 13,75% a.a, em um cenário de estrangulamento dos canais de crédito internacionais e nacionais. A manutenção da taxa de juros neste patamar era defendida e justificada pelo COPOM e por analistas de mercado, através da expectativa da pressão inflacionária que o câmbio poderia exercer com a desvalorização cambial provocada com a fuga dos investidores para os títulos da dívida americana. Por outro lado, a medida ia na contramão do que os demais bancos centrais faziam na tentativa de restaurar a liquidez dos mercados financeiros.

A estratégia do BACEN era injetar liquidez no mercado financeiro e ao mesmo tempo não gerar pressões inflacionárias. O aumento de liquidez era necessário, à medida que o estrangulamento dos canais de crédito (principalmente o interbancário) afetava o caixa dos bancos menores que sofriam também com a fuga dos depositantes para bancos maiores, com a menor captação via CDBs. Segundo Freitas (2009), o BACEN atuou através das alterações da regra do compulsório, entre elas: redução da alíquota do compulsório e ampliação do valor da dedução da exigibilidade adicional. Estas medidas visavam aumentar a liquidez dos bancos menores e permitir que os bancos maiores utilizassem os recursos provindos destas alterações

na compra de carteira e ações de bancos menores. As medidas do BACEN tiveram um êxito tímido, em um potencial de mercado de R\$ 30 bilhões em ativos (carteiras de crédito consignado, *leasing*, financiamento de veículos e carteiras comerciais) de bancos menores, somente R\$ 1,5 bilhões foram negociados com os grandes bancos. A preferência pela liquidez dos bancos maiores prevaleceu sobre a oportunidade de adquirir ativos. Este cenário levou o governo a atuar através dos bancos públicos para diminuir o risco sistêmico e ampliar os canais de crédito domésticos. Se não fosse a ação dos bancos públicos, a retração da economia brasileira poderia ter sido ainda mais dramática (Freitas, 2009).

As principais medidas implantadas ainda em 2008 e executadas através dos bancos públicos foram: alteração do limite de exposição por cliente do BNDES para permitir o aumento do crédito à Petrobrás, alteração do limite do contingenciamento do crédito ao setor público o que permitiu a contração de empréstimos da Petrobrás no valor de R\$ 8 bilhões de reais, autorização para Banco do Brasil e CEF a adquirirem instituições financeiras sediadas no Brasil, e repasse de R\$ 21 bilhões ao BNDES, sendo R\$ 10 bilhões provenientes de recursos fiscais e os demais de recapitalização e de um empréstimo junto ao Banco Mundial.

Além das medidas governamentais, os bancos públicos seguiram a orientação do governo para aumentar a liquidez da economia através do crédito.

A CEF anunciou a criação de duas linhas de crédito para capital de giro que totalizavam R\$ 3 bilhões. A CEF também adquiriu carteira e participações acionárias de bancos menores, totalizando uma incorporação de R\$ 8,4 bilhões de ativos. O BB também atuou adquirindo carteiras e participações acionárias. A estratégia do BB foi de renovar e conceder crédito ao varejo. Além de medidas diretas, BB e CEF reduziram suas taxas de juros, esta estratégia era uma tentativa de pressionar as instituições privadas a fazerem o mesmo para não perderem participação no mercado de crédito.

A atuação do BNDES foi importante para evitar o risco sistêmico e a quebra de grandes empresas com perdas em contratos de derivativos cambiais. Por um lado os bancos menores perderam importantes fontes de *funding* e precisavam retomar seus ativos num cenário de caixa estrangulado das empresas. Por outro, as empresas acumulavam grandes perdas em derivativos e não conseguiam crédito para quitar suas obrigações e seus fluxos de caixa se deterioravam com o acirramento da crise. O BNDES atuou nos bastidores intermediando acordos entre bancos e empresas. O BNDES sinalizou para os bancos que iria

capitalizar estas empresas, sob a condição de que os bancos renegociassem o passivo destas empresas alongando prazos e taxas de câmbio de saídas.

O BNDES foi utilizado também no segundo grupo de medidas para estimular o consumo, o investimento e as exportações. Mais precisamente, o BNDES buscou financiar o investimento para conter a queda da Formação Bruta de Capital Fixo. Para financiar o investimento, o BNDES aumentou suas linhas de crédito direcionado e criaram linhas de financiamento do capital de giro, linhas de apoio ao setor sucroalcooleiro e linhas de apoio às cooperativas de produção agropecuária, pesqueira, industrial e mineral, cujas atividades principalmente exportadoras foram afetadas severamente pela crise. Os desembolsos do BNDES no segundo semestre de 2008 cresceram 20%. A partir de 2009 os desembolsos continuaram a crescer, principalmente em virtude do lançamento do programa BNDES-PSI, criado em julho de 2009. A carteira do programa em apenas seis meses de criação atingiu R\$ 37,1 bilhões. O BNDES PSI possui três frentes de atuação: financiamento de bens de capital, da inovação e das exportações. O *funding* do BNDES é formado, em grande parte, por repasses do Tesouro Nacional. Calcula-se que o montante de repasses chegou a R\$ 236 bilhões de 2008 a 2010.

A atuação do BNDES ocorre paralelamente ao pacote tributário. Em dezembro de 2008 três medidas fiscais são anunciadas: i) redução da alíquota do IRPF para 2009 (estimada em R\$ 4,9 bilhões), ii) redução da alíquota dos IPI sobre automóveis até março de 2009 (estimada em R\$ 1 bilhão), iii) desoneração do IOF sobre o crédito ao consumidor (estimada em R\$ 2,5 bilhões) para estimular o crédito privado.

A contínua queda do PIB levou o governo a aprofundar as medidas fiscais. Um segundo pacote de medidas foi anunciado em março de 2009, no qual o governo manteve a desoneração do IPI sobre automóveis e ampliou para motocicletas. Para compensar a perda fiscal o ministério da fazenda aumentou o IPI-fumo. Em abril, o governo ampliou a desoneração tributária com mais duas medidas: redução do IPI para eletrodomésticos da linha branca (estimada em R\$ 170 milhões), e redução do IPI para alguns itens da construção civil. Em junho houve manutenção de desonerações anteriores e ampliação a setores de bens de capital. A estimativa que a renúncia fiscal de todos os pacotes ficou em R\$ 12,5 bilhões, conforme tabela 1, a seguir.

Tabela 1 – Quadro Resumo do Pacote Tributário Brasileiro

Medidas fiscais	Estímulo em 2009 (em R\$ bilhões)
Desonerações de dezembro/2008	
IRPF	4,90
IPI – automóveis	1,00
IOF – crédito ao consumidor	2,50
Total	8,40
Desonerações de março/2009	
Postergação do IPI automóveis	1,00
Cofins das motocicletas	0,15
IPI – construção civil	0,35
Recomposição da receita com IPI – fumo	-0,80
Total	0,70
Desonerações de abril/2009	
IPI – construção civil	0,09
IPI – linha branca	0,17
Total	0,26
Desonerações de junho/2009	
IPI – bens de capital	0,41
Postergação do IPI automóveis	1,79
Postergação do IPI linha branca	0,20
Postergação do Cofins das motocicletas	0,05
Postergação do IPI da construção civil	0,69
Total	3,15
Total geral	12,51

Fonte: Pires, 2009

Além das renúncias tributárias, o governo buscou aumentar as despesas (ver tabela 2) para estimular o consumo e o investimento. Ao perseguir esta meta, o Ministério da Fazenda retirou a Petrobrás do cálculo do superávit primário, o que permitia a expansão dos investimentos da empresa em até R\$ 15 bilhões. Os programas de transferência de renda e do aumento do investimento que antes da crise já faziam parte da política governamental foram utilizados como instrumentos para a execução da política fiscal. Nesta direção o governo

antecipou o aumento do salário mínimo, expandiu o programa de habitação, o seguro desemprego, e a Bolsa Família. Conforme tabela 2.

Tabela 2 – Quadro Resumo do Aumento das Despesas

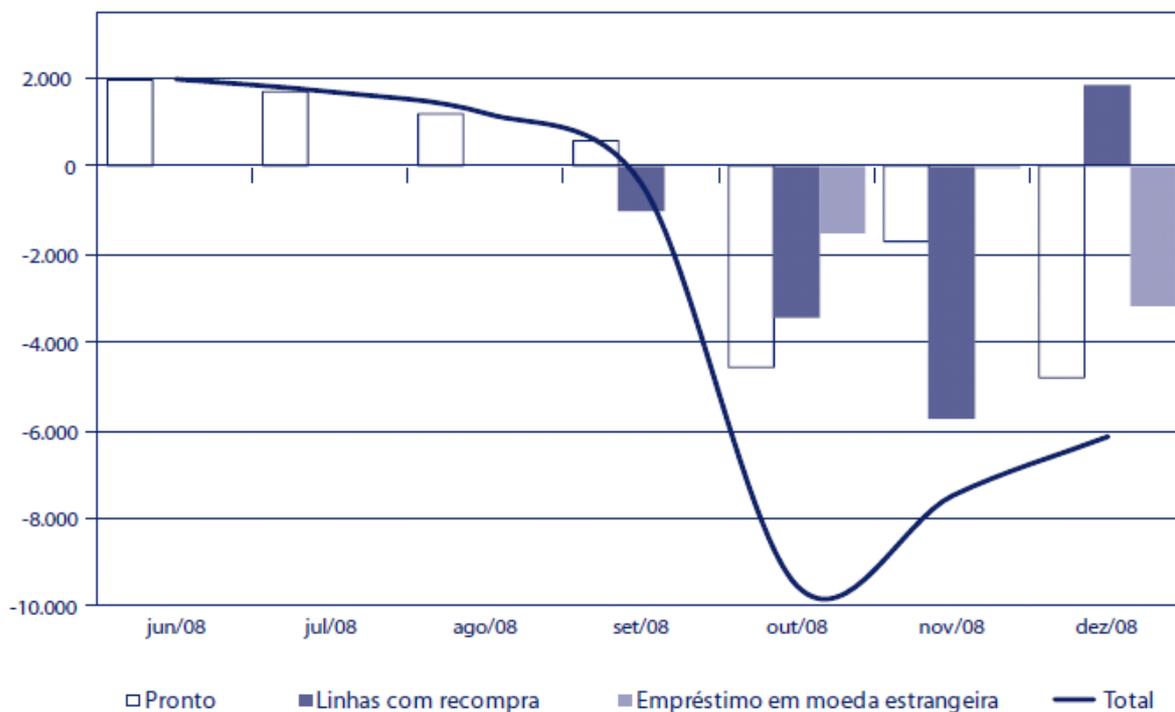
ESTÍMULO FISCAL COM AUMENTO DAS DESPESAS	
Medidas fiscais	Estímulo em 2009 (em R\$ bilhões)
Aumento de despesas	
Investimentos da Petrobras	15,00
Salário mínimo	8,70
Pacote habitação	6,00
Seguro desemprego	0,23
Bolsa família	1,00
Total geral	30,93

Fonte: Pires, 2009

A renúncia tributária e o aumento das despesas levaram o governo a anunciar a redução da meta de superávit primário para 2009 de 3,8% do PIB para 2,5% do PIB.

Outro flanco de combate à crise foi a tentativa de um possível crise cambial que poderia ocorrer com a desvalorização cambial provocada pela reversão dos fluxos de capitais e a procura por dólares por empresas brasileiras para quitar suas obrigações em moeda estrangeira. O BACEN buscou diminuir a escassez de moeda estrangeira através de leilões de dólares com compromisso de recompra e venda de divisas e empréstimos em moeda estrangeira a partir de reservas internacionais para financiar o comércio exterior (o gráfico 19 resume as medidas cambiais e suas intensidades). Além de operações no mercado à vista que somaram US\$ 23,5 bilhões entre setembro e dezembro de 2008, o BACEN passou a realizar contratos de *swaps* cambiais nos quais assumia a posição passiva em dólar e oferecendo um indexador em moeda nacional. Porém as medidas não conseguiram conter a desvalorização do real, de 27,25% entre setembro e dezembro de 2008 (Prates, 2009b).

Gráfico 19 – Medidas de provisão de moeda estrangeira ao mercado nacional



Fonte: Prates, 2009

As medidas monetárias e creditícias ajudaram a evitaram o risco sistêmico. O sistema bancário brasileiro continuou concentrado e sólido, e não houve, no período mais agudo da crise, quebras ou pedidos de concordatas de bancos. A liquidez bancária foi restaurada pela ação dos bancos públicos brasileiros onde podemos ver no gráfico 19 que mesmo no período da crise houve crescimento do crédito (Lodi, 2009)

As medidas fiscais e o financiamento do BNDES conseguiram estimular o consumo e o investimento. No período mais agudo da crise mundial, houve sustentação da renda proporcionada pelos programas de assistência do governo e pela relativa estabilidade no mercado de trabalho. As renúncias tributárias sobre setores com alto encadeamento (ex: automóveis e eletrodomésticos) ajudaram a aumentar as vendas no varejo e estas revelam o otimismo dos consumidores que comprometeram parte de suas rendas em financiamentos para adquirir bens duráveis. O comportamento dos investimentos seguiu em linha com a melhora acentuada nos indicadores de expectativas empresariais, com o ritmo da produção e

dos indicadores da capacidade instalada (BACEN, 2010). Em parte, a volta da trajetória da taxa de crescimento do investimento deve-se a melhora de expectativas dos consumidores que ao aumentarem seu consumo elevou as expectativas empresariais. Apesar de a FBCF ser menor em 2009, pode se notar a tendência do crescimento do PIB, da produção industrial, da expectativa dos agentes e do emprego.

As medidas cambiais ajudaram a prover divisas para as empresas atoladas em derivativos cambiais e às empresas exportadoras. Apesar das medidas não conseguirem conter a desvalorização, esta poderia ter sido muito mais aguda caso o BACEN não tivesse provido dólares à economia. A partir de Janeiro de 2009, o Real retoma sua trajetória de valorização devido ao retorno dos fluxos de capitais às economias emergentes com a melhora do cenário econômico internacional e também pela retomada da tendência de alta dos preços das *commodities*.

Ao analisar as principais medidas e o efeito destas sobre a crise, pode-se dizer que estas conseguiram o objetivo evitar uma recessão aguda e impacta mais aguda da crise financeira internacional. Por outro lado, critica-se a lentidão do BACEN em adotar uma política monetária mais flexível em um momento de profunda iliquidez. Os aspectos mais positivos da atuação anticíclica foram as políticas governamentais já em curso antes da crise, a atuação dos bancos públicos e o pacote fiscal brasileiro que ajudaram a aliviar os caixas das empresas e sustentar a renda, o consumo e o investimento, e em um prazo relativamente curto, recolocaram a economia brasileira em trajetória de crescimento.

3.3 A Atuação Anticíclica Russa

Os primeiros movimentos do governo russo e do CBR foram em setembro de 2008. Entre eles estava o suporte ao mercado de títulos, a injeção de recursos públicos em bancos comerciais. Contudo no meio de novembro de 2008, os governantes russos ainda consideravam a crise um fenômeno apenas financeiro apesar de haver sinais de queda drástica da demanda e da produção. Como a crise atingiu primeiro setores não tradicionais da Rússia, o governo teve a percepção que se tratava de setores isolados e que não se fazia necessário estabelecer medidas para combater a crise. Os objetivos principais eram: aumentar a liquidez dos bancos, aumentar a confiança no sistema bancário, resolver possíveis problemas de insolvência bancária. A primeira medida para aumentar a liquidez do banco foi depositar US\$ 44,1 bilhões do orçamento federal no três maiores bancos controlados pelo Estado: Sberbank, VTB e Gazprombank. Esperava-se que esses bancos repassariam os recursos para os menores no mercado interbancário (BANCOS CENTRAIS DA FINLÂNDIA, 2009). O BCR também reduziu sua taxa de juros para empréstimos *overnight* com garantia de 9% para 8% e cortou os nível de reservas em 4 p.p.

Apesar das medidas, dois bancos médios foram colocados à venda. Percebendo a insuficiência das ações, o governo anuncia medidas para aliviar o caixa das empresas e dos bancos que não conseguiam renovar seus empréstimos em moeda estrangeira. A mais importante medida foi o empréstimo de reservas de US\$ 50 bilhões para o setor privado quitar suas dívidas externas. O governo também usou recursos (US\$ 36,3 bilhões) do FRN (fundo de reserva nacional, que faz parte dos fundos de estabilização) para empréstimos aos bancos russos estatais e privados. Diante de uma possível corrida bancária, o BCR elevou o teto do seguro sobre depósitos pessoais. O BCR também se tornou mais flexível em operações compromissadas, pois passou a aceitar bônus corporativos em suas operações de mercado aberto (antes da crise o BCR aceitava apenas títulos emitidos pelo governo). Outra medida na tentativa de aumentar a liquidez no setor interbancário, o BCR assumiu o compromisso de cobrir 90% das perdas que os bancos viessem a ter em empréstimos a outros bancos. Segundo o governo russo, as medidas de suporte ao sistema financeiro chegaram a 10% do PIB entre set/08 até dez/08. As medidas de suporte tiveram relativo sucesso, pois não ocorreram falências de bancos maiores, apenas bancos menores e com carteiras insignificantes foram incorporados ou pediram concordata, mas não afetaram as demais instituições financeiras. Por outro lado, as medidas não foram suficientes para aumentar o

crédito às empresas. Os bancos com liquidez tinham receio de emprestar para outros bancos e às empresas acabaram usando os recursos do governo para especular contra o rublo, pois o mercado acreditava em uma possível flexibilização da política cambial e consequente desvalorização do rublo diante a fuga de capitais e a queda do preço das *commodities*. (ALVES, 2011)

Para conter a saída de capitais o BCR elevou as taxas de juros em Novembro, em um cenário internacional que os principais bancos centrais flexibilizavam suas taxas como medida contra a crise. O BCR aumentou as taxas de juros até fevereiro de 2009. A partir de abril, o BCR começou a diminuir os juros e seguiu esta tendência até Junho de 2010, quando as taxas de juros chegaram ao nível mais baixo das últimas duas décadas. A mudança desta tendência esta ligada a dificuldade da Rússia em retomar o crescimento econômico em um momento em que as principais economias emergentes mostravam indícios de recuperação

Antes da crise, o BCR tinha uma política de flutuação suja do rublo, em uma banda relativamente rígida. A intenção era a ampliação gradual da banda, até se alcançar a livre flutuação e a transição para uma política monetária baseada em metas de inflação. Esta condução de política cambial foi mantida até os meses mais agudos da crise. Para os críticos, o que aconteceu na verdade foi a desvalorização controlada do rublo. Segundo o BCR a desvalorização gradual foi intencional para que bancos e empresas se ajustassem às novas circunstâncias, por outro lado, para os críticos a falta de clareza dos rumos do rublo aumentaram a especulação e a fuga de capitais.

Como a crise não atingiu apenas o bancos e a moeda russa, a redução de atividade de setores tradicionais russos levou o governo a reconhecer que a crise estava afetando a economia real. Porém este reconhecimento demorou a acontecer e somente em abril de 2009 foram tomadas medidas mais robustas para aumentar o consumo e o investimento. As tabelas 3 e 4 mostram a composição do programa russo e em que ano o recurso foi disponibilizado.

Tabela 3 – Quadro resumo do pacote fiscal russo

	2008	2009	2008	2009	2008	2009
	ruble (bn)	ruble (bn)	\$ (bn)	\$ (bn)	% of GDP	\$ of GDP
Revenue side (decrease in revenues for the consolidated budget)	220	377	7.9	11.5	0.5	1.0
Decrease of corporate income tax (federal budget)		282		8.6		0.7
Increase in annual amortization rate		56		1.7		0.1
federal budget		6		0.2		0.02
regional budgets		50		1.5		0.13
Cut in the crude-export duty	220	30	7.9	0.9	0.5	0.1
Other changes		8.8		0.3		0.02
Expenditure side	521	1906	18.8	58.3	1.3	4.9
Financial sector support	439	495	15.8	15.1	1.1	1.3
Recapitalization of different banks and institutions	439		15.8		1.1	
Subordinated debt		495		15.1		1.3
Social policy and labor market	82	696	3.0	21.3	0.2	1.8
Industry support		379		11.6		1.0
Export support		6		0.2		0.02
Agriculture and fishery		63		1.9		0.2

Fonte: GURVICH & LEBENDISKAVA & SIMACHEV & YAKOVLEY, 2009.

Tabela 4 – Quadro resumo do pacote fiscal russo (cont)

	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Automobile industry (incl. agricultural machinery)		90		2.8		0.2
Financial support of defense industry		70		2.1		0.2
Transport		150		4.6		0.4
Other industries		0.3		0.01		0.001
Small business support		36		1.1		0.1
Support of regions		300		9.2		0.8
Total	741	2283	26.8	69.8	1.8	5.9
GDP	41668	38997				

Fonte: GURVICH & LEBENDISKAVA & SIMACHEV & YAKOVLEY, 2009.

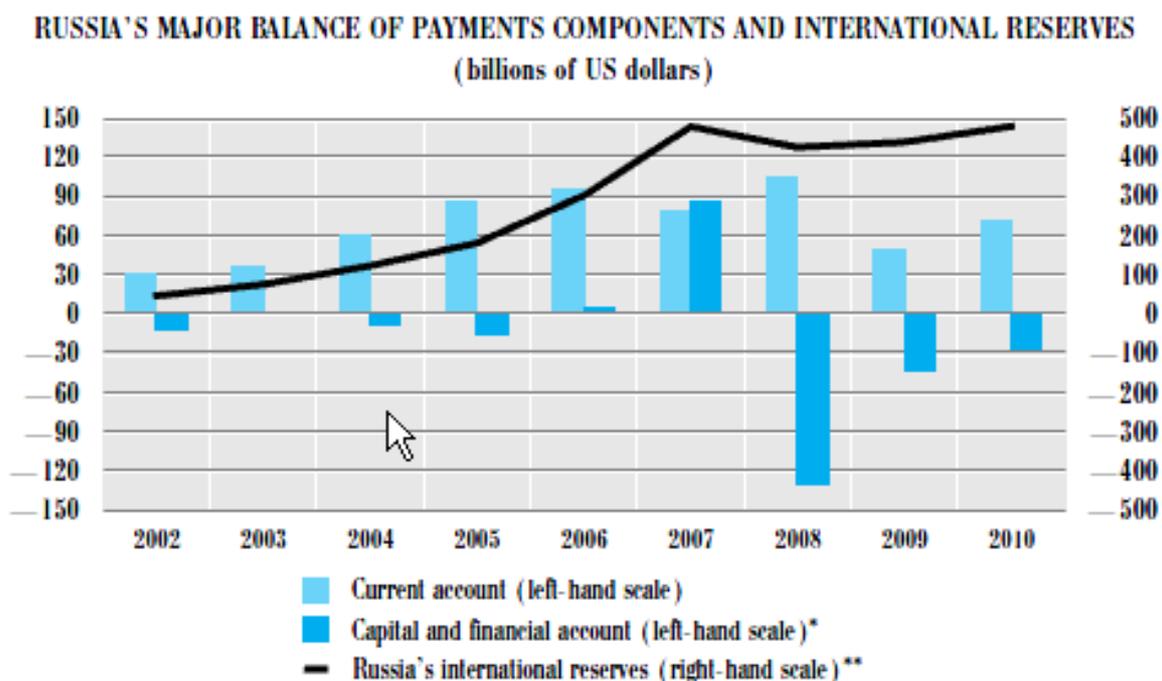
Em 2009, o montante de gastos do governo foi de 4,9% do PIB e renúncia fiscal de 1% do PIB. Em 2008 o total de gastos foi de 1,3% do PIB e diminuição de impostos de 0,5% do PIB. A maior parte dos montantes do pacote de estímulo de 2008 foi para preservar o sistema bancário.

O pacote de medidas de 2009 tinha uma composição diferente do pacote do ano anterior e visava não somente ajudar o sistema financeiro e oferecer cortes de alíquota ao setor exportador, mas também auxiliara a economia real a voltar a crescer. Os principais objetivos das medidas eram: I) expansão do acesso ao crédito para as empresas, II) incentivos para aumentar a demanda do mercado interno, III) Aumentar o caixa das empresas através da renúncia fiscal, IV) Suportar as pequenas e médias empresas, V) Preservar o mercado de trabalho.

A volta da trajetória de crescimento da economia russa coincide com três fatores: i) melhora do cenário internacional, ii) retomada do preço do petróleo, iii) o aumento do pacote anticíclico. A dinâmica do primeiro fator está explicada no item 3.1 e implica diretamente no segundo. A retomada do preço do petróleo é o mais importante dos três, pois a economia Russa é altamente dependente do desempenho do preço do petróleo como explicado no capítulo 2.

A melhora do cenário internacional induziu o aumento das quantidades e valores das exportações, esta melhora contribuiu para que o superávit em transações correntes voltasse a crescer. O déficit da conta de capital e financeira voltou a diminuir, após o agudo déficit de 2008, com as liquidações dos empréstimos em moeda estrangeira. O principal motivo do déficit da conta capital e financeira é a volta do aumento das reservas internacionais da Rússia. Em 2009. Pode-se notar pelo gráfico 20 que o superávit em transações correntes supera o déficit da conta capital e financeira em 2009 e 2010, diferentemente do ano do acirramento da crise em 2008.

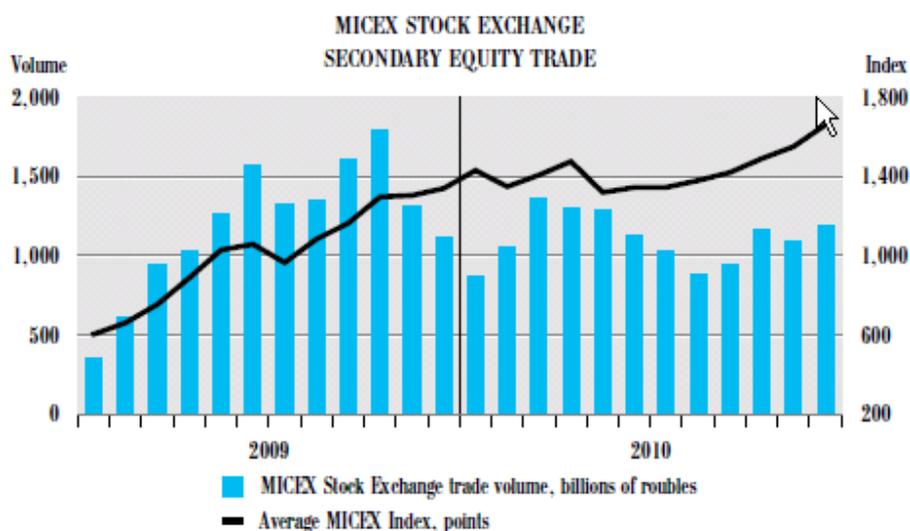
Gráfico 20 – Evolução dos fluxos de capitais, balança comercial e reservas financeiras.



Fonte: Banco Central da Rússia, 2010

O mercado de ações da Rússia voltou a receber os fluxos de capitais e externos e atingiu em Dezembro/10 o mesmo nível do índice de preço pré-crise (ver gráfico 21). A melhora do mercado de capitais reflete uma recíproca melhora da expectativa dos agentes.

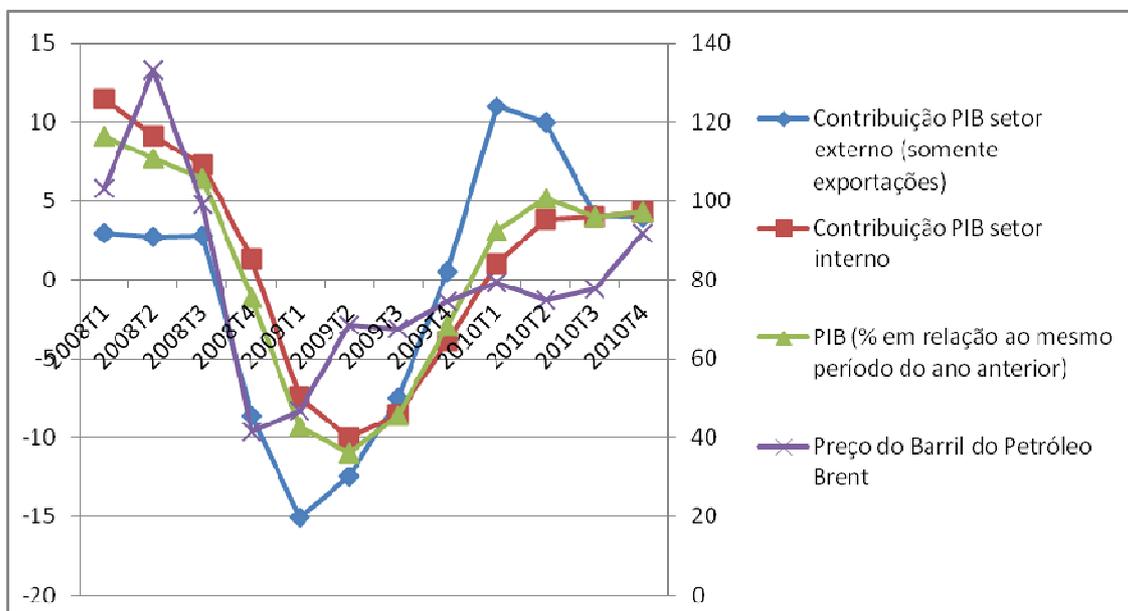
Gráfico 21 – Evolução do índice MICEX e dos volumes de capital comercializados no mercado de ações russo.



Fonte: Banco Central da Rússia, 2010

A retomada do preço do petróleo ajudou significativamente a inflexão da taxa de crescimento do PIB. A taxa tornou-se negativa a partir do quarto trimestre de 2008 e acompanhou a evolução do preço do barril do petróleo, expondo novamente a alta dependência da economia sobre o PIB russo, pois estima-se que 49% das exportações russas são geradas pelo petróleo e indústrias relacionadas. O gráfico 22 resume o movimento do preço do barril de petróleo em paralelo com a trajetória da taxa de crescimento com o PIB. As componentes internas também acompanham a evolução dos preços do petróleo, o que revela outro papel do setor petrolífero, a formação das expectativas.

Gráfico 22 – Trajetória do PIB russo por componentes internas externas e evolução do preço do barril do petróleo tipo Brent.



Fonte: BCR. Elaboração própria.

As medidas anticrise tiveram relativo sucesso, principalmente no setor financeiro. Pois as únicas falências de bancos registradas eram de instituições com passivos e ativos insignificantes e não geraram risco sistêmico. A provisão de moeda estrangeira por parte do BCR ajudou também as empresas e instituições financeiras a diminuir seus passivos externos e evitou quebra de empresas de setores tradicionais e de exportação, estas quebras possivelmente acirriariam os efeitos da crise sobre a economia russa. Por outro lado, as medidas foram criticadas, pois a maior parte dos recursos foi para setores tradicionais, e não foram direcionadas para diminuir a dependência russa das receitas do petróleo. Além da destinação, criticam-se as medidas pela lentidão do governo em tomar atitudes mais significativas no campo monetário e fiscal. A queda da taxa de juros russa só começou em janeiro de 2009, mais de um trimestre após a quebra do Lehman & Brothers. O primeiro pacote fiscal (excluindo a ajuda ao setor financeiro e o corte da alíquota aos setores ligados ao petróleo) foi em abril de 2009, ou seja, seis meses após o acirramento da crise nos mercados internacionais. Se as medidas monetárias e fiscais fossem tomadas antes, possivelmente a queda do PIB russo não seria tão aguda.

3.4 A Atuação Anticíclica Indiana

Em um primeiro momento, o governo indiano se preocupou em manter a liquidez do sistema bancário. Dois flancos foram abertos para evitar corridas bancárias. Um deles é a política cambial do RBI que procurou fornecer dólares em um momento de fuga de capitais e procura por dólar para quitar passivos em moeda estrangeira. O banco central indiano usou as reservas internacionais através da flutuação suja, suprindo o mercado demandante de moeda estrangeira. A desvalorização foi relativamente menor - entre agosto de 2008 a dezembro de 2008, a rúpia sofreu desvalorização de um pouco mais de 22%.

O outro flanco foi a política monetária usada para expandir a liquidez. A partir de setembro de 2008, a emissão de títulos do Tesouro foi suspensa e o banco central passou a fornecer liquidez comprando títulos. Se comparado com outras economias emergentes, a resposta monetária da Índia foi mais rápida a fim de evitar o aprofundamento da crise. A taxa de juros indiana foi reduzida em 2,5 p.p de outubro de 2008 a dezembro de 2008.

Outra resposta importante ocorreu através dos canais de crédito para fornecer liquidez aos bancos e às instituições não financeiras. Com este fim o RBR promoveu:

- i) Liberação de recursos no montante de US\$ 5 bilhões para assistência a companhias não bancárias de serviços financeiros.
- ii) Refinanciamento de operações dos bancos SIDBI (Small Industries Development Bank of India) e do National Housing Bank
- iii) Inclusão das empresas de financiamento habitacional nos setores prioritários
- iv) Simplificação do processo de concessão de empréstimo rural
- v) Recomendação para os bancos para aumentar o crédito às pequenas e médias empresas
- vi) Redução das taxas que remuneram os depósitos

A política monetária e creditícia não serviram somente para dar suporte ao sistema bancário, mas também aumentar o crédito para setores intensivos em trabalho e exportadores como: imobiliário, rural, infraestrutura, têxteis e joalheiros. A ajuda a estes setores vão fazer parte da estratégia central do governo indiano. Esta estratégia consistia em proteger o mercado de trabalho para sustentar a estabilidade social e tentar manter os níveis de consumo e de

renda. Outro objetivo estratégico foi de evitar uma possível quebra de expectativas no setor exportador que foi duramente afetado pela crise.

Com estes objetivos centrais, o governo indiano promoveu três pacotes fiscais entre dezembro de 2008 e março de 2009 que podem ser resumidos pela tabela abaixo:

Tabela 5– Quadro Resumo do Pacote Fiscal Indiano

Medida	Objetivo	Data	
Aumento dos gastos e renúncia fiscal,	Suporte aos setores: exportador, textil, infraestrutura, imobiliário, e às pequenas e médias empresas.	1/12/2008	1.o Pacote
Direito de compensação fiscal sobre as importações de cimento; Política de aumento do crédito para o setor imobiliário; Permissão aos bancos indianos à aumentar o funding para aumentar o crédito ao setor de infraestrutura.	Suporte específico ao setor de infraestrutura.	2/1/2009	2.o Pacote
Manutenção de medidas adotadas no primeiro pacote e aprofundamento da renúncia fiscal principalmente aos setores exportadores.	Suporte ao setor exportador	25/2/2009	3.o Pacote

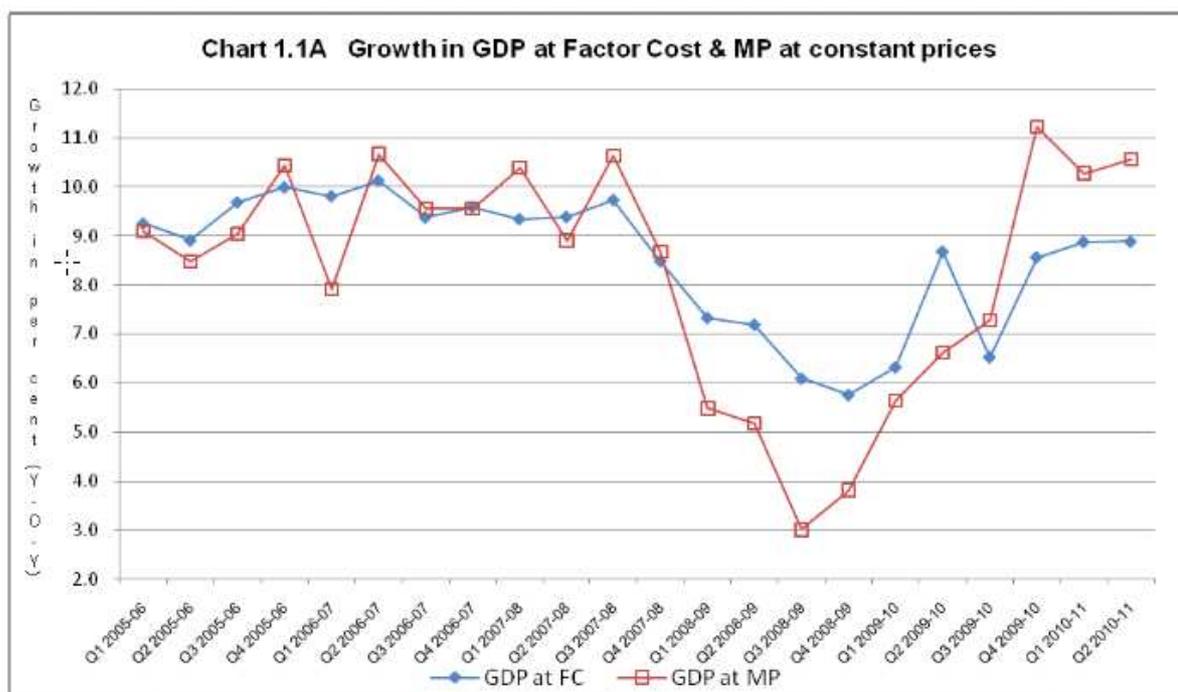
Fonte:: Ministério das Finanças da Índia (2011). Elaboração própria.

As medidas fiscais atendiam simultaneamente ao diagnóstico do BCI que defende que a desaceleração ocorreu em virtude da quebra de expectativas e do inevitável contágio

sobre as exportações. As medidas fiscais elevaram o déficit fiscal de 2,7% do PIB de 2007 para 6,2% do PIB em 2008.

As medidas ajudaram a Índia a recuperar rapidamente a evolução da taxa de crescimento do PIB. E tiveram um impacto significativo para conter uma possível recessão.

Gráfico 23 – Evolução da taxa de crescimento do PIB indiano em relação ao mesmo período do ano anterior.

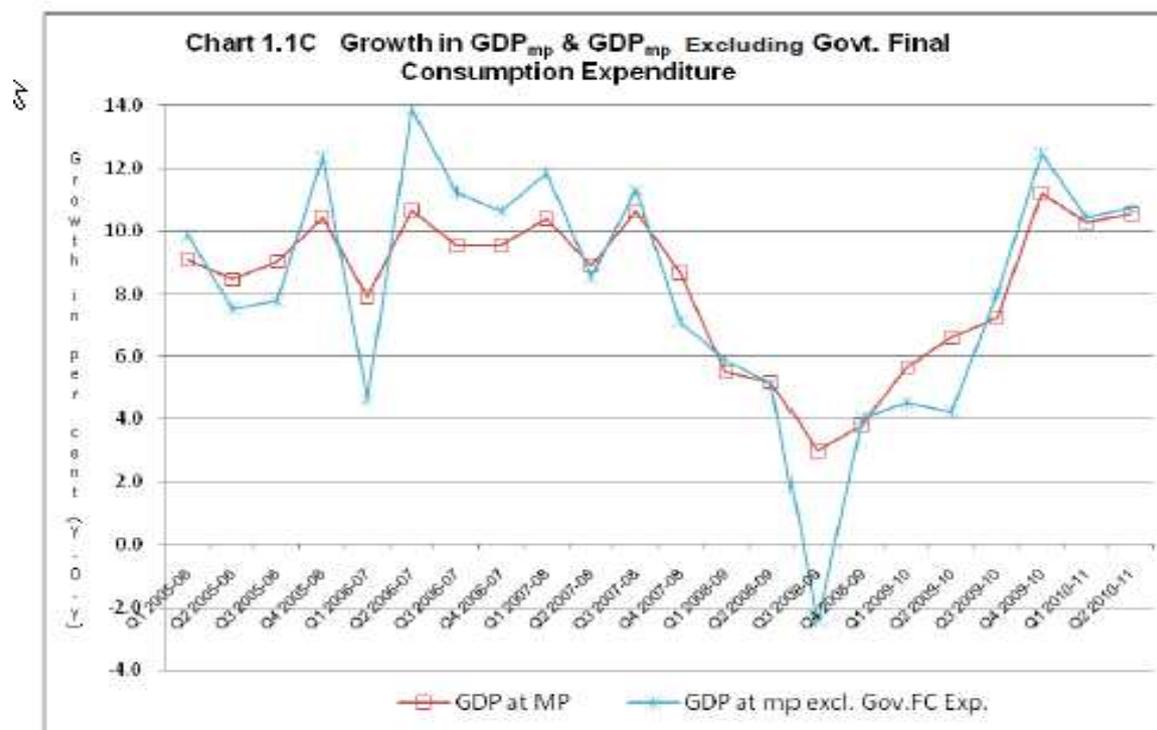


Fonte: Ministério das Finanças da Índia (2011).

Segundo o Ministério das Finanças da Índia (2011), a recuperação da taxa de crescimento foi devido à expansão dos gastos governamentais e da rápida política monetária do RBI. A expansão dos gastos fiscais ajudou a expandir o consumo e o investimento, aumentando assim a demanda agregada em um cenário de quebra de expectativas. O impacto da política fiscal para aumentar a demanda pode ser ilustrado pela diferença entre o

crescimento do PIB considerando os gastos do governo e o crescimento dos PIB excluindo estes gastos, conforme gráfico 23 e 24.

Gráfico 24 – Evolução da taxa de crescimento do PIB indiano em relação ao mesmo período do ano anterior e a mesma excluindo os gastos do governo.

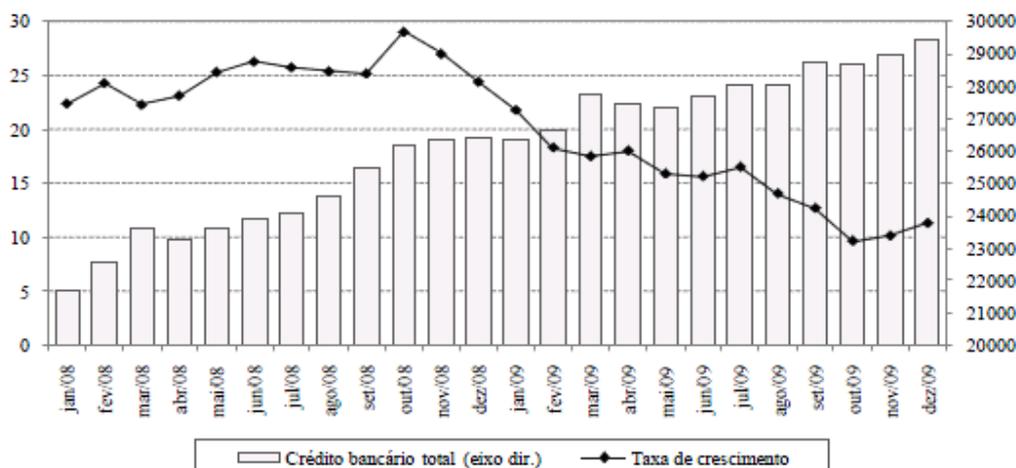


Fonte: Ministério das Finanças da Índia (2011):

Pode se notar pelo gráfico 24, que haveria uma recessão no primeiro trimestre de 2009 caso não houvesse uma política fiscal anticíclica. Após o primeiro trimestre de 2009, o crescimento foi impulsionado pela retomada dos setores industriais e de infraestrutura. A economia indiana acompanhou a melhora do cenário externo mundial durante o ano de 2009.

As medidas monetárias e as iniciativas dos bancos públicos tiveram uma contribuição importante para a resiliência da economia indiana. Estas medidas ajudaram a manter a evolução do estoque de crédito e por consequência aliviar o caixa das empresas em maiores dificuldades, como o setor industrial que teve rápida recuperação no 2º semestre de 2009.

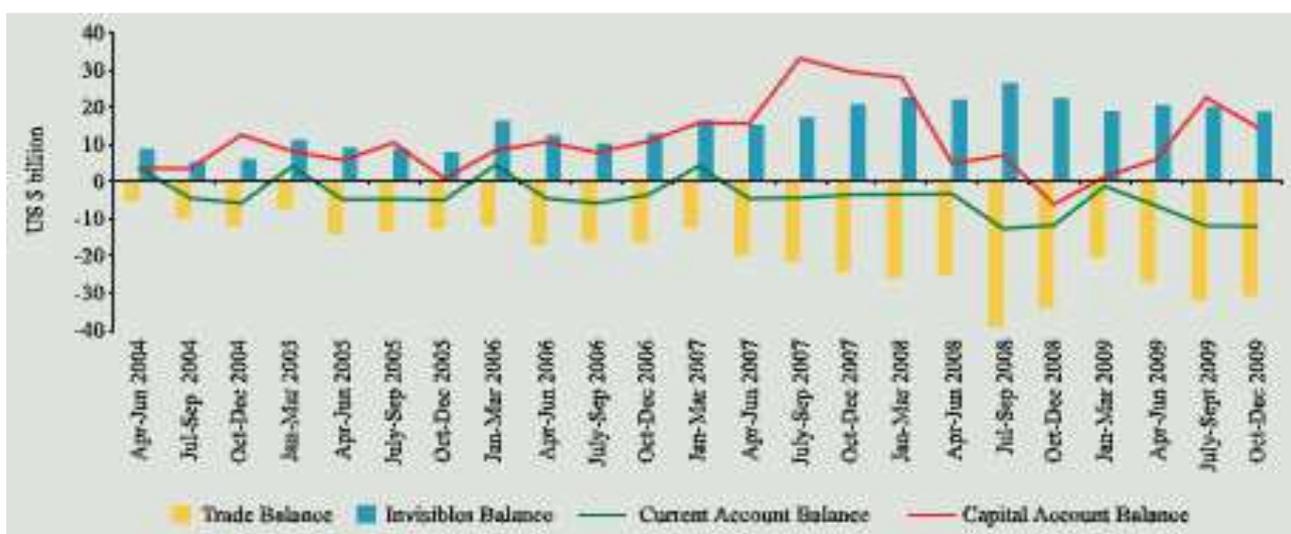
Gráfico 25– Taxa de crescimento do crédito e Evolução do Estoque de Crédito.



Fonte: Lodi, 2009

A melhora do cenário econômico internacional contribuiu positivamente para a recuperação da economia indiana. Com a volta dos fluxos de capitais e aumento do fluxo de comércio. A volta dos fluxos de capitais foi importante para a melhora das expectativas, retomada dos preços das ações das empresas.

Gráfico 26 – Evolução dos principais componentes do balanço de pagamento da Índia.



Fonte: Ministério das Finanças da Índia (2011),

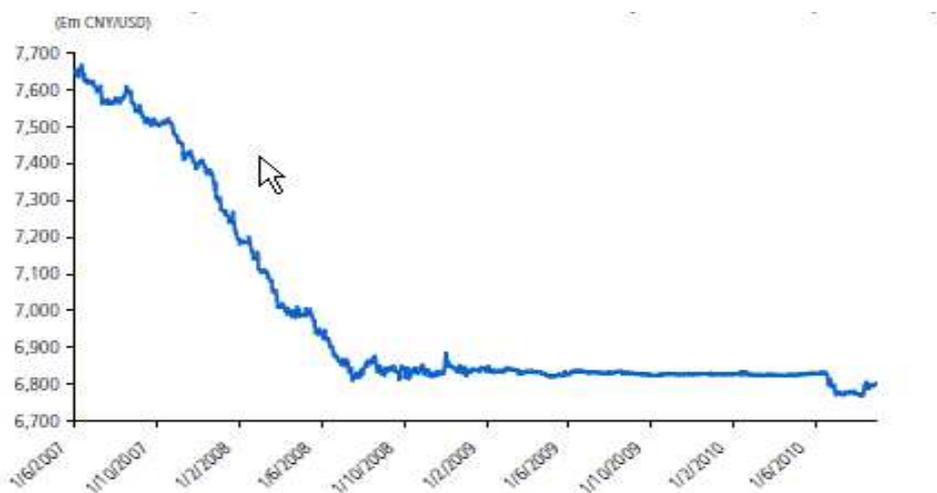
A estratégia do governo Indiano se mostrou adequada, pois conseguiu evitar uma possível recessão e os gastos governamentais assumiram o papel econômico de alguns setores impactados pela crise. Por outro lado, é difícil avaliar se a proteção aos setores intensivos em trabalho foi bem sucedida, pois a Índia mostra dificuldades em medir a real extensão do desemprego. Apesar de não medir com precisão os impactos sobre o mercado de trabalho, o governo indiano alcançou outros objetivos importantes consequentes desta política pois conseguiu manter o crescimento de variáveis como a renda e o consumo.

3.5 A Atuação Anticíclica Chinesa.

A resposta chinesa aos efeitos da crise foi uma das mais rápidas em relação às demais economias. A China concentrou seus esforços em um primeiro momento, em reverter a política monetária contracionária em curso e promover uma política cambial alinhada com sua política industrial.

Segundo Leão (2010b), com a crise, a China interrompeu a flutuação do iuane frente a uma cesta de moedas fixando o valor do iuane em relação ao dólar como forma de responder à retração da economia internacional e manter uma posição de âncora de moedas asiáticas.

Gráfico 27 – Cotação da taxa nominal do iuane em relação ao dólar.



Fonte: Leão, 2010 b

O gráfico 27 mostra que o governo chinês indexou a trajetória do iuane ao dólar, onde a moeda chinesa flutuou sob uma banda muito estreita, a partir de out/08, o que na prática funcionou como um regime de câmbio fixo. A intenção de valorizar o iuane atendia ao objetivo de ampliar o papel da moeda chinesa como referência monetária. Este processo de utilização do iuane nas transações comerciais dos países asiáticos vizinhos acentuou-se e entre novembro de 2009 e março de 2009, o volume de transações no período foi de US\$ 95 bilhões.

Outro objetivo da fixação do câmbio era de evitar uma maior apreciação do iuane, pois a valorização do dólar frente às moedas dos países parceiros comerciais da china poderia provocar uma apreciação maior do que a pretendia pelo governo e transmitir um efeito maior da crise sobre o desempenho das exportações. Diante do cenário econômico da crise internacional esta estratégia se mostrou adequada.

Alguns instrumentos foram importantes para a China conseguir fixar o câmbio. Pode-se destacar o forte controle da saída de capitais e o maior volume de venda de iuane. Assim a venda de iuane contribuía ainda mais para o crescimento das reservas em um ambiente de crise. A flutuação do iuane só voltou em junho de 2010, quando as moedas dos países que exportam para a China voltaram a apreciar em relação ao dólar. A gestão cambial mostra uma postura pragmática e bem sucedida do governo chinês de promover as exportações e de aumentar a importância de sua moeda nas transações dos blocos regionais.

Antes do último trimestre de 2008, o governo chinês promoveu o enxugamento da liquidez originária da venda de iuanes com a emissão de títulos de dívida para conter pressões inflacionárias. Mas, com o acirramento da crise, o governo chinês começou uma política expansionária e parou de vender títulos com o intuito de aumentar a liquidez do setor financeiro e dar suporte ao crédito. As medidas nesta direção tiveram efeito e houve expansão da liquidez e do crescimento do crédito. Em virtude da não exposição dos bancos chineses em ativos *sub-prime* e da fixação do iuane , o risco sistêmico na China foi anulado.

Em Novembro de 2008, o governo anunciou as políticas fiscais anticíclicas, um pacote de US\$ 580 bilhões (Trilhões de iuanes) a serem invertidos ao longo de 2009 e 2010. O pacote representa cerca de 14 % do PIB sem considerar as renúncias fiscais. O pacote pode ser resumido pela tabela 6.

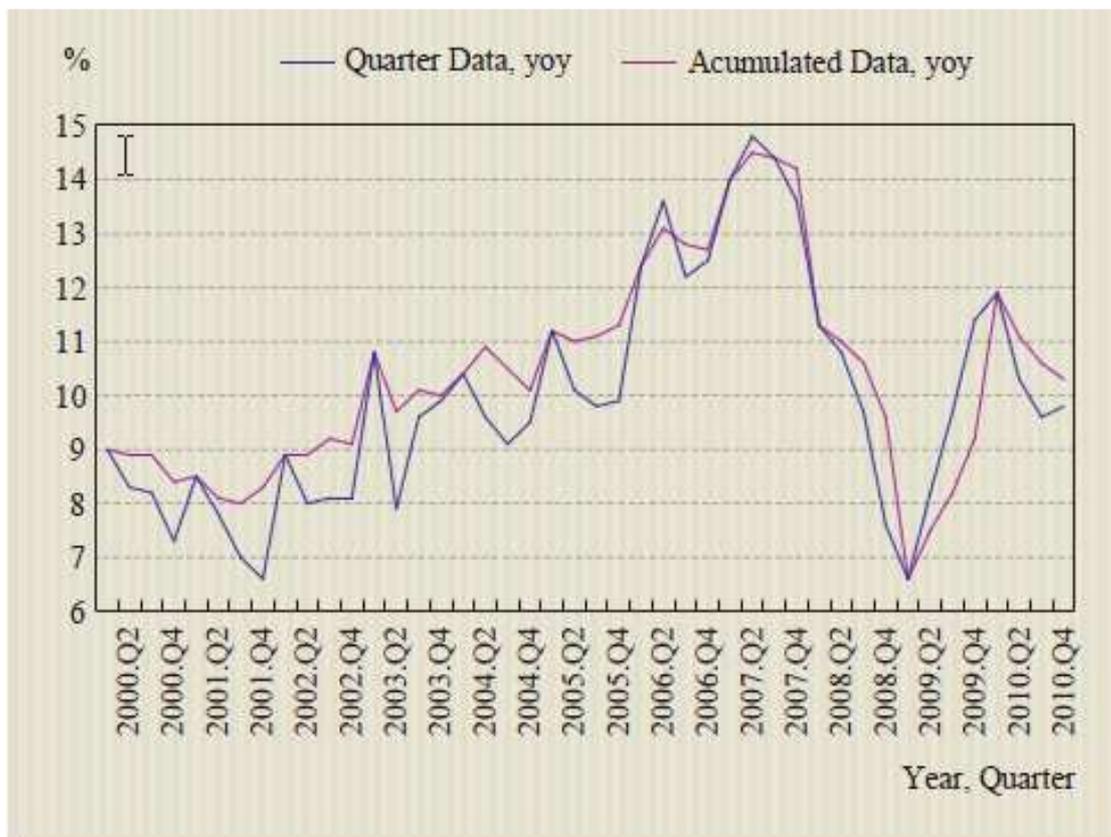
Tabela 6– Quadro Resumo do Pacote Fiscal Chines (em bilhões de USD)

Total	580
Construção de casas para famílias de baixa renda	40,6
Aumento de gastos para expandir a infraestrutura rural	53,7
Gastos com a construção na rede de transporte	261
Aumento de Gastos com saúde, cultura e educação	5,8
Aumento de gastos com proteção ambiental	50,8
Inovação e reestruturação econômica	23,1
Reconstrução das áreas afetadas pelo terremoto em Sichuan	145

Com a tabela 6, pode-se notar que a maior parte do pacote fiscal foi destinada para a reconstrução de Sichuan e para infraestrutura. A estratégia chinesa consiste em aumentar a dinâmica do mercado interno em um ambiente externo que poderia comprometer o desempenho das exportações. Esta estratégia está em linha com o crescimento chinês durante o período pré-crise, onde os investimentos em infraestrutura tem sido um importante componente junto com as exportações na formação do PIB. Junto com o aumento de gastos, o governo chinês anunciou medidas de suporte às exportações com renúncias fiscais de US\$ 97 bilhões.

Com o pacote fiscal e monetário a taxa de crescimento do PIB voltou à trajetória de crescimento, substituindo em parte, o papel das exportações e evitando uma desaceleração da economia chinesa. O pacote fiscal ajudou principalmente o setor de infraestrutura que por sua vez sustentou o crescimento da formação bruta de capital (gráfico 29) e a mudou temporariamente a composição do PIB. Esta mudança foi importante para a manutenção da demanda do mercado interno no momento de crise.

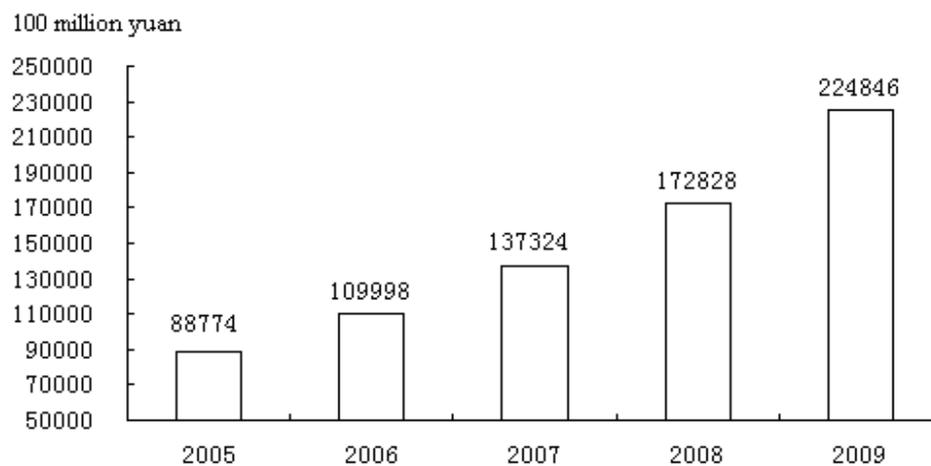
Gráfico 28 – Evolução da taxa de crescimento do PIB chinês, em comparação com o mesmo período do ano anterior.



Fonte: Banco do Povo da China, 2010

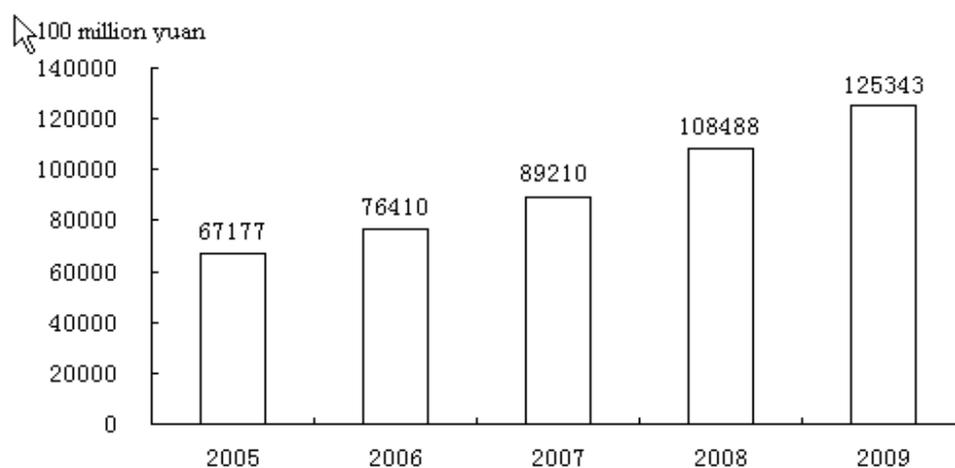
A partir do segundo trimestre de 2009, a economia volta a crescer em ritmo acelerado, e no final do ano a taxa volta ao patamar superior a 10% (ver gráfico 28). O crescimento está associado ao aumento da formação bruta de capital fixo que foi impulsionado pelo pacote fiscal. Outros fatores importantes foram o consumo e a volta do crescimento das exportações com a melhora do cenário econômico internacional. O consumo também foi auxiliado pelo por renúncias fiscais em setores de alto encadeamento como o automotivo e de eletrodomésticos (ver gráfico 29 e 30).

Gráfico 29 – Evolução estoque da Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: Banco do Povo da China, 2010

Gráfico 30 – Evolução do volume de vendas no varejo



Fonte: Banco do Povo da China, 2010

Em 2009, apesar da queda do volume de comércio e das exportações, a China conseguiu manter o superávit da balança comercial. Este superávit deve-se à melhora do

cenário econômico internacional e principalmente pelo aumento da demanda externa dos países em desenvolvimento.

As medidas do governo chinês tiveram relativo sucesso na tentativa de suprir o papel das exportações na economia chinesa no ano de 2009. O desafio passou a diminuir a influência do pacote sobre a economia no ano de 2010 uma vez que as exportações voltaram a um ritmo parecido com o do pré-crise. As medidas monetárias também ajudaram a manter o volume de crédito e a eliminar o risco sistêmico em um sistema bancário altamente regulamentado e com grande participação do estado. A política cambial chinesa fortaleceu os setores exportadores, evitando uma possível apreciação frente às moedas dos parceiros comerciais que desvalorizaram frente ao dólar e poderiam ter desvalorizado em relação ao iuane.

Conclusões

As inovações financeiras propagaram ativos de baixa qualidade em uma cadeia de lógica de ganhos que se mostrou insustentável. A contaminação das instituições financeiras com estes ativos na reversão do ciclo econômico vai atingir a economia real através das quebras das expectativas e da preferência por liquidez. Os canais de crédito internacional, os fluxos de comércio e os movimentos de capitais se alteram neste novo abruptamente, o que traz impactos imediatos aos países do BRIC. Estes impactos vão ser diversificados devido às especificidades na evolução pré-crise de cada País. Em grande parte as especificidades vão ser determinadas pela política econômica adotada para reduzir vulnerabilidades e conduzir o desenvolvimento econômico.

As economias que possuíam um projeto de desenvolvimento de longo-prazo conseguiram diminuir a suas vulnerabilidades externas e criar componentes de crescimento que não permitiram recessões ou estagnações diante o acirramento das condições econômicas no plano internacional. Apesar de não conseguirem passar imunes pela crise, estas economias conseguiram retomar a aceleração do crescimento em um tempo menor que as demais economias do BRICS. China e Índia conseguiram escudos contra crise através da redução da dependência de financiamento externo de sua dívida, alta regulação bancária, e o desenvolvimento de um capitalismo em que a absorção tecnológica dinamizou suas indústrias locais e liderou o processo de desenvolvimento.

Antes do acirramento da crise, teorias de descolamento defendiam que o desaquecimento da economia americana não afetaria as economias dos países emergentes como em crises anteriores. Por um lado a teoria se mostrou correta diante a redução das vulnerabilidades externas dos países em desenvolvimento durante a trajetória pré-crise. Por outro lado, caso não houvesse intervenção governamental o impacto poderia ter sido tão agudo quanto em outras crises. Os impactos da queda da demanda internacional e o estrangulamento do crédito externo poderiam ser dramáticos caso não houvesse medidas anticíclicas.

Apesar da evolução pré-crise das economias do Brasil e da Rússia e da gestão macroeconômica que reduziu vulnerabilidades que antes pareciam estruturais como a dependência do capital estrangeiro para o financiamento de suas dívidas, estas economias não foram capazes de diminuir a influência externa sobre suas economias, frustrando assim as teorias de descolamento defendidas antes do acirramento da crise. . A economia russa

mostrou uma componente que aumentava a influência externa, a dependência do preço do petróleo. O desempenho da economia russa é altamente dependente do preço do barril do petróleo. A economia russa voltou em trajetória de crescimento após a retomada da evolução dos preços do petróleo. China e Índia se anteciparam às teorias de descolamento e estabeleceram pacotes de estímulo com maior rapidez e estratégias mais precisas e de retorno mais rápidos do que os países que acreditavam que o impacto da crise ficaria restrito ao setor financeiro. As medidas anticíclicas foram importantes para diminuir os impactos e reduzir o prazo da retomada do crescimento em todos os países do grupo. Porém, mais importantes foram os padrões de desenvolvimento e suas gestões macroeconômicas pré-crise, que evitaram um efeito estrutural como o ocorrido nos anos 80 que aleijou o crescimento das economias da América Latina por vários anos.

REFERÊNCIAS

ACIOLY, L; MATIJASCIC, M. “ **Trajetórias recentes de Desenvolvimento**”: estudo de experiências internacionais selecionadas. Livro 2. Brasília: Instituto de Pesquisa Aplicada, 2009, p. 379-432

ALMEIDA, J G; **Como o Brasil superou a crise.** 2010. Disponível em: <http://terramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI4347347-EI6613,00-Como+o+Brasil+superou+a+crise.html>. Acessado em 30/04/2012

ALVES, A. **Internacionalização de empresas russas.** In: ALVES, A. (Ed.). **Uma longa transição: vinte anos de transformações na Rússia.** Brasília: IPEA, 2011.

_____. **O Sistema Bancário da Rússia entre Duas Crises.** In: ALVES, A. (Ed.). **Uma longa transição: vinte anos de transformações na Rússia.** Brasília: IPEA, 2011.

ARAUJO, V., GENTIL, D. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional.** In: Anais do XV Encontro de Economia Política, 2010

ASSIS, José Carlos de. **A superação da Crise pelo Pleno Emprego.** In: Dossiê da Crise. SP: Associação Keynesiana Brasileira, 2008. p 52 -57.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório econômico anual – 2008*

_____. *Relatório econômico anual – 2009*

_____. *Relatório econômico anual – 2010*

BANCO CENTRAL DA RUSSIA. **Annual Report, 2007.**

_____, **Annual report, 2008.**

_____, **Annual report, 2009.**

_____, **Annual report, 2010.**

_____, **Annual report, 2011.**

BANCO CENTRAL DA INDIA. **Annual Report, 2007.**

_____, **Annual report, 2008.**

_____, **Annual report, 2009.**

_____, **Annual report**, 2010.

_____, **Annual report**, 2011.

BANCO CENTRAL DA FINLANDIA. **BOFIT weekly yearbook 2008**. Helsinki: Bank of Finland, 2009.

Banco do Povo da China. **Annual Report**, 2007

_____. **Annual report**, 2008.

_____. **Annual report**, 2009.

_____. **Annual report**, 2010.

BARBOSA FILHO, Nelson e SOUZA, José Antonio Pereira. “**A inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda**”. In: SADER, Emir e GARCIA, Marco Aurélio (orgs.). Brasil: entre o passado e o futuro. São Paulo: Boitempo, 2010.

BIANCARELI, A.M. - **Países Emergentes e Ciclos Internacionais, Política Econômica em Foco**, n.7, nov./2005-abr./2006 (seção 111), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, 2006..Disponível em: http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/cecon/boletim7/Secao_111_Andre.pdf. Acessado em: 29/04/2012

_____. **Globalização Financeira, integração e ciclos de liquidez**, Subprojeto 11. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico. Projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Campinas, 2007 a.

_____. **Integração, Ciclos e Finanças Domésticas: o Brasil na Globalização Financeira**. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Campinas, Instituto de Economia. Campinas, 2007 b.

BLACKBURN, R.. "**The subprime crisis**". *New Left Review*, London, n. 50, p. 63-106, mar./apr. 2008.

BRESSER-PEREIRA, L.C.G.;" **Dominação financeira e sua crise no quadro do capitalismo do conhecimento e do Estado Democrático Social**". *Estud. av.* vol.22 no.64 São Paulo Dec. 2008

CARVALHO, F. C. de. "**Entendendo a Recente Crise Financeira Global**". In: Dossiê da Crise. SP: Associação Keynesiana Brasileira, 2008. p 16 -22.

CASTILHO, M. "**Impacto da Crise Econômica Internacional Sobre O Comércio Exterior Brasileiro**". In: Crise financeira Global: mudanças estruturais e impactas sobre os emergentes e o Brasil. IPEA, 2011.

CHERNAVSKY, E. **A Transmissão da Crise: Incerteza, Expectativas e Comportamento Convencional** In: Crise financeira Global: mudanças estruturais e impactas sobre os emergentes e o Brasil. IPEA, 2011.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, *Maryse*. . **A crise financeira e o global shadow banking system**. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo , n.82 , p.1-55, nov.2008

GURVICH, E.; LEBENDISKAVA E.; SIMACHEV, Y.; YAKOVLEY, A. "**Russia Country Report**" In: Bertelsmann Stiftung (ed.), *Managing the Crisis. A Comparative Assessment of Economic Governance in 14 Economies*. Gütersloh: Bertelsmann Stiftung, 2010.

GOMES, K.R. "**A Crise Financeira e Comportamento do Mercado Brasileiro: Entre a Euforia e a Incerteza**". In: Crise financeira Global: mudanças estruturais e impactas sobre os emergentes e o Brasil. IPEA, 2011.

KIFF, JOHN & MILLS, PAUL .**Money for nothing and checks for free: recent development in U.S. subprime mortgage markets**. *IMF Working Paper* nº07/188, Washington, DC: International Monetary Fund, 2007

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F.; 2008. **SUBPRIME: 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte. 2009.

INTERNATIONAL LABOUR OFFICE, **The russian federation's Response to the Crisis. 2010**. Disponível em:

<http://www.ilo.org/public/libdoc/jobcrisis/download/g20_russia_countrybrief.pdf>. Acesso em: 01/7/2011.

FMI. **Global Financial Stability Report**. Washington, DC: International Monetary Fund, março 2008.

FARHI, M. "**O Futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**". Campinas: IE/Unicamp (Tese de Doutorado). 1998

FREITAS, M. C. P. **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito**. Estudos Avançados, vol. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

LEÃO, R. P. L. **“O Padrão de Acumulação e o Desenvolvimento Econômico da China nas Últimas três décadas: uma interpretação”**. Campinas: IE/Unicamp (Tese de Mestrado), Universidade Estadual de Campinas. Campinas, Instituto de Economia. Campinas, 2010 a.

_____. **“A Gestão da Política Cambial Chinesa: As lições do Período da Crise Financeira de 2009”**. In: Boletim de Economia e Política Internacional Nº4. IPEA 2010 b.

LODI, A. L. G. **“O papel dos bancos públicos do Brasil e da Índia no contexto da crise econômica mundial”**, Campinas: IE/Unicamp (Tese de Mestrado), Universidade Estadual de Campinas. Campinas, Instituto de Economia. Campinas, 2009.

PADOVAN, L.G. **“ O Petróleo na Economia Russa – Políticas Cambiais e Fiscais”**. Campinas: IE/Unicamp (Tese de Graduação). Universidade Estadual de Campinas. Campinas, Instituto de Economia. Campinas 2009.

PIRES, M. C. C. **Multiplicadores fiscais no Brasil: uma contribuição ao debate sobre políticas fiscais anticíclicas**. In: XXXVII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, ANPEC, 2009.

PRATES, D. **“O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008”**, Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil. IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 12).

_____. M.; CINTRA, M. A. M. **“A estratégia de desenvolvimento da Índia: da independência aos dilemas da primeira década do século XXI”**. In: Cardoso Jr., J. Celso;

REDDY, YV. **Asia: Counter-Cyclical Policies: Indian Experience and Some General Observations**. In: Journal of Globalization and Development: Vol. 1: Iss. 1, Article 11. 2010.

RICUPERO, R.; **A crise financeira e a queda do muro de Berlim**. Estud. av. vol.22 no.64 São Paulo Dec. 2008

SCHUTTE, G. **Economia de petróleo e gás: a experiência russa**. In: ALVES, A.(Ed.). Uma longa transição: vinte anos de transformações na Rússia. Brasília: IPEA, 2011.

SUZIGAN, K. R. **A Atuação do FED e BCE Na Crise Recente (2008-2009):Uma análise comparativa”**. Campinas: IE/Unicamp (Tese de Graduação). Universidade Estadual de Campinas. Campinas, Instituto de Economia. Campinas 2010.

THE ECONOMIST - **The decoupling debate** in The Economist. HonQ Kong, publicada em 06/03/2008. Disponível em: <http://www.economist.com/node/10809267>. Acesso:02/07/2012

YU, Y. **Asia: China's Policy Responses to the Global Financial Crisis,** In: *Journal of Globalization and Development*. Vol. 1: Iss. 1, Article 12.. 2010.