

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA: ÁREA
COMÉRCIO EXTERIOR E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 SOBRE AS
ECONOMIAS BRASILEIRA E LATINO-AMERICANA**

ANA VITÓRIA ESTEVÃO DE MENDONÇA

**RECIFE
2014**

ANA VITÓRIA ESTEVÃO DE MENDONÇA

**IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 SOBRE AS
ECONOMIAS BRASILEIRA E LATINO-AMERICANA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Pernambuco, como pré-requisito para obtenção do título de Mestre em Economia, Área de Comércio Exterior e Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Barrantes Hidalgo.

**RECIFE
2014**

M539i Mendonça, Ana Vitória Estevão de

Impactos da crise financeira de 2008 sobre as economias brasileira e Latino-americana / Ana Vitória Estevão de Mendonça. - Recife : O Autor, 2013.

142 folhas : il. 30 cm.

Orientador: Prof. Dr. Álvaro Barrantes Hidalgo.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Pernambuco, CCSA, 2013.

Inclui referências.

1. Crise financeira global 2008-2009. 2. Crises financeiras -Brasil. 3. Finanças internacionais. I. Hidalgo, Álvaro Barrantes (Orientador). II. Título.

338.542 CDD (22.ed.)

UFPE (CSA 2014- 077)

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PIMES/PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

PARECER DA COMISSÃO EXAMINADORA DE DEFESA DA DISSERTAÇÃO DO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA:

ANA VITÓRIA ESTEVÃO DE MENDONÇA

A Comissão Examinadora composta pelos professores abaixo, sob a presidência do primeiro, considera a Candidata Ana Vitória Estevão de Mendonça **APROVADA**.

Recife, 13 de março de 2014.

Prof. Dr. Álvaro Barrantes Hidalgo
Orientador

Prof. Dr. Charles Ulises Montreuil Carmona
Examinador Extremo/PROPAD

Prof^a. Dr^a. Márcia Batista Fônsca
Examinador Externo/UFPB

*Para Seu Alexandre, Dona
Rosário e Vovó Augusta*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me dado essa oportunidade de realizar esse mestrado.

Aos meus pais por terem me apoiado durante toda essa jornada e por terem providenciado as condições necessárias para o meu estudo e a produção desta dissertação.

À minha família por ter me incentivado e acreditado na minha capacidade de realizar este trabalho. À minha prima Clarice que sempre acreditou em mim e a quem sou grata por poder conviver com ela. Aos meus primos, Gustavo, Rafael, Felipe e Tiago que representam um papel essencial na minha vida.

Ao Professor Álvaro Barrantes Hidalgo por ter se disposto a me orientar neste trabalho e por estar sempre disponível, com sua ajuda e paciência. Especialmente por ter me acompanhado até o final desta dissertação e ter tido compreensão comigo quanto às dificuldades que tive na produção dessa dissertação.

Aos colegas do mestrado, Alexandre, Ramon, Priscila, Gabriel, por terem me acompanhado durante a realização do mestrado.

À minha amiga Juliana por ter me incentivado diretamente durante todo o processo de elaboração deste texto. Sua ajuda e colaboração foram essenciais na concretização desse trabalho, e seu apoio foi indispensável para chegar até o final desse processo. Sua parceria foi essencial para me ajudar na pesquisa e redação da dissertação, e sua amizade foi um dos incentivos a construir minha vida acadêmica.

À Andrea, Ewerton e Bruna por todo apoio psicológico durante o processo de escrever este texto.

À Patrícia, secretária do Pimes, por ter sempre me ajudado quanto necessário com assuntos burocráticos do mestrado.

Aos meus amigos que entenderam minha ausência e distanciamento quando estava produzindo a dissertação. À minhas amigas Delanna, Danuta, Mara, Sofia por suas mensagens de carinho e incentivo.

A todos os professores que tive durante a vida e colaboraram com a minha formação.

E, por último, a todos aqueles que não foram aqui mencionados e fazem parte da minha vida e de alguma maneira contribuíram para a finalização desta dissertação.

RESUMO

O presente trabalho busca conhecer mais detalhadamente os impactos da crise financeira internacional de 2008. Investiga se os países do Brasil e da América Latina sofreram os efeitos advindos da crise citada, mesmo que tardiamente. Nesse sentido, este estudo procura analisar como se deu a crise de 2008 e como esta impactou a economia mundial. Através de uma revisão da literatura sobre crises cambiais, há a descrição dos três modelos existentes de ataque especulativo. Promove-se, além disso, uma pesquisa sobre os mecanismos de transmissão da crise dos países desenvolvidos para os países emergentes, procurando identificar o fenômeno do contágio. Faz-se uma exploração de indicadores macroeconômicos do Brasil e da América Latina, bem como as medidas implantadas por esses países para enfrentamento da crise. Por meio da análise realizada, é possível verificar que a crise financeira de 2008 apresenta características financeiras e não cambiais e exibe uma crise de confiança e iliquidez internacional, além de ter sido originada nos países desenvolvidos. O impacto da crise no Brasil e na América Latina é observado quando se examina os dados econômicos e sociais da região, através da disseminação da crise de 2008 para os países estudados.

Palavras-chaves: Crise Cambial; Crise Internacional; Contágio; Mecanismos de Transmissão; Medidas Anticíclicas.

ABSTRACT

This dissertation proposes a more fully understanding on the impact of the international financial crisis of 2008. It investigates whether the countries from Latin America had suffered the effects resulted from the already mentioned crisis, even if it had been lately. Therefore, the present study seeks to analyze the way the crisis of 2008 had developed, and its impact in the world economy. Through a review of the literature on currency crises, this study describes the three existing models of speculative attack. It also promotes a research on the main mechanisms of transmission of the crisis from developed to emerging countries, seeking to identify the phenomenon of contagion. The study explores the macroeconomic indicators from Brazil and Latin America, as well as the measures implemented by these countries to cope with the crisis. As a result of the performed analysis, it is possible to verify that the financial crisis of 2008 shows characteristics related to financial orders and displays a crisis of confidence and international illiquidity, besides being originated in developed countries. The impact of the crisis in Latin America is noticed when examining economic and social data from the region, through the dissemination of the 2008 crisis to the countries studied.

Key Words: Currency Crisis; International Crisis; Contagion; Mechanisms of Transmission; Countercyclical Measures.

LISTA DE SIGLAS

ABCP	<i>Asset-backed Commercial Papers</i>
ABS	<i>Asset-backed Securities</i>
ALCA	Área de Livre Comércio das Américas
BB	Banco do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICs	Brasil, Rússia, Índia e China
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDO	<i>Collateralized Debt-obligations</i>
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CEF	Caixa Econômica Federal
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
DEP	Dívida Externa Pública
EUA	Estados Unidos da América
FBK	Formação Bruta de Capital
FED	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IDE	Investimento Direto Externo
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IRPF	Imposto de Renda da Pessoa Física
LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i>
MBS	<i>Mortgage-backed securities</i>
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PDCF	<i>Primary Dealer Credit Facility</i>
PIB	Produto Interno Bruto
RDB	Recibo de Depósito Bancário
RET	Regime Especial de Tributação
SECEX	Secretaria de Comércio Exterior
SIV	<i>Special Investment Vehicles</i>

SME	Sistema Monetário Europeu
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
TAF	<i>Term Auction Facility</i>
TARP	<i>Troubled Asset Relief Program</i>
TSLF	<i>Term Securities Lending Facilities</i>
UE	União Europeia

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Hipotecas Emitidas nos EUA (em US\$ bilhões): EUA, 2001-2006.....	62
Tabela 2 – Taxa de Crescimento do PIB (%): Área do Euro, União Europeia e EUA, 2000-2012	77
Tabela 3 – Taxas de Crescimento do PIB em regiões e países selecionados (%):.....	79
Tabela 4 – Balança Comercial de bens e serviços (em US\$ bilhões): Área do Euro, União Europeia e EUA, 2000-2012	82
Tabela 5 – Exportação de bens e serviços / PIB (em %): Área do Euro, União Europeia, EUA e Mundo, 2000-2012	83
Tabela 6 – Taxa de Desemprego total da força de trabalho (%): Área do Euro, União Europeia e EUA, 2000-2011.....	85
Tabela 7 – Dados sobre dívida externa pública e reservas internacionais: Brasil, 2000-2011.....	91
Tabela 8 – Indicadores Macroeconômicos: Brasil, 2000-2012.....	93
Tabela 9 – Taxa de Crescimento do PIB Industrial. Brasil, 2000-2012.....	94
Tabela 10 – Componentes do pacote de estímulo fiscal.....	102
Tabela 11 – Reduções de impostos incluídas no pacote de estímulo.....	103
Tabela 12 – Balança comercial brasileira (Em US\$ mil FOB). Brasil, 2000-2012.....	104
Tabela 13 – Participação dos principais países de destino das Exportações brasileiras (US\$ milhões FOB). Brasil, 2003-2012.....	107
Tabela 14 – Participação dos principais países de origem das Importações brasileiras (em US\$ milhões FOB). Brasil, 2003-2012.....	108
Tabela 15 – Balanço de Pagamentos: Contas Selecionadas (em US\$ milhões). Brasil, 2000-2012.....	112
Tabela 16 – Taxa de Variação Anual do PIB em %: América Latina, 2004-2011.....	114
Tabela 17 – Taxa de Crescimento do PIB Industrial. América Latina, 2000-2011.....	118

Tabela 18 – Taxas de crescimento anual do Produto Interno Bruto na ótica da demanda. América Latina, 2000-2011.....119

Tabela 19 – Balanço de Pagamentos: Contas Seleccionadas (em US\$ milhões). América Latina, 2000-2011.....125

LISTA DE FIGURAS

Gráfico 1- Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos Estados Unidos de 1987 a 2011 (1º Trimestre de 2000 = 100 – Dados até Março de 2011).....	63
Gráfico 2: Dívida externa pública e reservas internacionais, 2000-2011 (US\$ milhões).....	91
Gráfico 3 – Superávit primário como percentual do PIB (fluxos acumulados em 12 meses). Brasil, 2002-2012.....	92
Gráfico 4: Indicadores de Preços e Juros, Brasil 2000-2012.....	95
Gráfico 5: Taxa de Desemprego Aberto. Brasil, 2000-2012.....	96
Gráfico 6 – Participação das operações de crédito dos sistemas financeiros público e privado no total das operações de crédito do sistema financeiro. Brasil, 2008-2010.....	101
Gráfico 7: Evolução anual do quantum e dos preços das exportações e importações brasileiras. Brasil, 2000-2012.....	106
Gráfico 8: Taxa de Crescimento do PIB a preços de mercado. Países Seleccionados, 2007 e 2009.....	115
Gráfico 9: Reservas Internacionais. Países seleccionados e América Latina e Caribe, 2000-2011 (em US\$ bilhões).....	117
Gráfico 10: Taxa de Desemprego. Países Seleccionados e América Latina e Caribe, 2000-2011.....	120
Gráfico 11 - Exportações Totais por grupo de produtos (em US\$ milhões FOB). América Latina e Caribe, 2000-2011.....	122
Gráfico 12 - Importações Totais de Bens e Serviços (em US\$ milhões FOB). América Latina e Caribe, 2000-2011.....	123
Gráfico 13 – Variação das remessas unilaterais recebidas pelos países enviadas pelos imigrantes (em %). Países seleccionados da América Latina, 2007-2209.....	124
Gráfico 14 – Investimentos diretos no estrangeiro e investimentos estrangeiros direto (em US\$ bilhões). América Latina, 2000-2011.....	126

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 1 – TEORIAS SOBRE CRISES CAMBIAIS : UMA REVISÃO DA LITERATURA	18
1.1 Os modelos de primeira geração	19
1.2 Os modelos de segunda geração	24
1.3 Os modelos de terceira geração e o contágio	32
1.3.1 A problemática do contágio	41
1.4 Abordagem recente sobre regimes cambiais.....	46
CAPÍTULO 2 – A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E OS EFEITOS SOBRE A ECONOMIA INTERNACIONAL	53
2.1 As inovações financeiras e os novos mecanismos que levaram à crise	54
2.2 A fraca regulação do mercado financeiro	60
2.3 Hipotecas <i>subprime</i> e o início da crise financeira	61
2.4 Medidas adotadas pelos governos para tentar conter a crise	68
2.5 O aprofundamento da crise financeira	73
2.6 Consequências da crise financeira nos Estados Unidos e na Europa.....	76
2.7 Considerações finais	85
CAPÍTULO 3 – IMPACTOS DA RECENTE CRISE FINANCEIRA NA ECONOMIA BRASILEIRA E LATINO-AMERICANA.....	88
3.1 O contágio da crise financeira de 2008 para os países emergentes.....	89
3.2 Impactos da crise na economia brasileira e sua reação	90
3.2.1 Política bancária e crise de liquidez	96
3.2.2 Política monetária	99
3.2.3 Política creditícia e o papel dos bancos públicos	100
3.2.4 Política fiscal	101
3.2.5 Política cambial e os impactos no comércio exterior	103
3.2.6 Balança de pagamentos brasileira e fuga de capital	109
3.3 Análise dos efeitos da crise sobre a economia da América Latina	113
3.3.1 Efeito contágio e canais de transmissão na América Latina	120
3.3.2 Políticas anticíclicas fiscais e monetárias	127
3.4 Considerações finais	129
CONCLUSÕES.....	131
REFERÊNCIAS	136

INTRODUÇÃO

A conjuntura econômica mundial da década de 1990 caracterizava-se por elevados investimentos e fluxos de capitais em mercados emergentes. Sendo assim, as relações entre governos e mercados financeiros internacionais transformaram-se face ao dinamismo dos movimentos de capitais estrangeiros.

Num ambiente econômico cada vez mais globalizado e interdependente, os países encontram-se mais vulneráveis ao capital externo, cujas relações entre governos e mercados financeiros estão em franca mutação. Com a liberalização das suas economias, a fraca regulamentação do governo e o intenso movimento dos capitais financeiros, o capital externo passa a não ter nacionalidade e atravessa as fronteiras dos países em busca dos maiores lucros possíveis.

Quando um país não apresenta grandes retornos para os investimentos ali aplicados, o capital estrangeiro acaba sendo facilmente realocado para outro(s) país(es) mais atrativo(s). Com essa elevada mobilidade de capital, as economias ficam suscetíveis a crises cambiais e financeiras. As flutuações cambiais fragilizam ainda mais as economias dos países que possuem ativos financeiros tomados em moeda estrangeira.

Desta forma, percebe-se o quão estão interligadas as finanças internacionais, a ponto de acontecimentos em determinada região gerarem consequências, que serão sentidas por outros mercados financeiros, ou até mesmo na economia mundial. O contágio mostra a interdependência nas relações dos atores internacionais que fazem parte da esfera econômica e financeira, em que governos, organizações internacionais, instituições financeiras e investidores internacionais demonstram algum poder nos mercados globais, mas também são afetados pelas ações dos outros atores.

A globalização econômica passa a ditar as novas relações internacionais, estabelecendo complexas relações comerciais, produtivas e financeiras interdependentes entre os países, e destes com elementos como o capital estrangeiro, as instituições financeiras, o fluxo de capital externo (bastante volátil) e as empresas transnacionais. Tem-se, assim, uma nova arquitetura financeira global com importante participação de investidores internacionais e elevada liberalização (com tendência à redução da regulamentação) entre as operações financeiras e entre diferentes moedas.

É importante destacar que a Crise de 2008 nasceu na maior economia mundial, os Estados Unidos, que possuíam elevado nível de consumo e eram o maior parceiro no comércio internacional. Esta crise adveio de uma nova arquitetura financeira global, em que a regulação dos bancos era cada vez menor e a força de um sistema bancário paralelo crescia cada vez mais. Tal sistema tinha como exemplos novas transações financeiras (como “*collateralized debt-obligations*”, “*asset-backed commercial papers*”, “*structured investment vehicles*”, “*credit default swap*”, dentre outros nomes)¹, que eram oferecidas por bancos comerciais, sofriam menor nível de regulação pelo governo e apresentavam complexo sistema de alavancagem.

Com a falta de regulamentação sobre o sistema bancário paralelo, as condições de vulnerabilidade financeira estabeleceram-se. Aumentou-se o número de ativos de longo prazo ilíquidos, que eram financiados por passivos de curto prazo, o que facilitou a corrida bancária. Quando os investidores buscaram liquidar seus ativos tomados fora do sistema bancário tradicional, perceberam que esse tipo de investimento não possuía proteções contra os riscos, vindo daí a eclosão da crise (KRUGMAN, 2009).

Somando-se ainda à corrida bancária instalada, cita-se outra característica importante da Crise de 2008: o estouro da bolha habitacional. A época do *boom* imobiliário, que envolvia elevados preços de residências americanas, mediante o elevado nível de empréstimos *subprime*, foi substituída pela queda abrupta de vendas de imóveis e elevados índices de inadimplência. Com o nível de preços mais baixos dos imóveis, ficou cada vez mais complicado renegociar os empréstimos hipotecários tomados ou, ainda, vender a casa tomada como forma de liquidar a dívida, além de tornar-se de difícil execução a hipoteca da mesma. Os investidores, os quais haviam comprado títulos lastreados em empréstimos *subprime*, estavam à beira de enfrentar perdas milionárias.

A globalização econômica permitiu que investidores de diversos países pudessem usar seu capital para fazer aportes em economias de países diferentes da origem daquele dinheiro. Esse capital transfronteiriço geralmente está alavancado em outros tipos de operações. Através dos mecanismos de transmissão e do contágio existente entre as economias, uma crise

1 Em tradução literal: “*collateralized debt-obligations*” significa obrigação de dívida colateralizada; “*asset-backed commercial papers*” é o papel comercial garantido por ativos e “*structured investment vehicle*” denota veículo de investimento estruturado. O termo “*credit default swap*” não possui tradução para o português e seu sentido é explicado no segundo capítulo.

como a que eclodiu na economia americana, devido às falhas no mercado habitacional, surtiu efeitos em várias partes do mundo. Operações de *carry trade* – em que empréstimos são tomados em países com baixas taxas de juros e repassados para países com altas taxas (como os países emergentes) – evidenciaram mais ainda o forte aspecto contagioso que essa crise possuía (KRUGMAN, 2009).

Diante do acima exposto, é relevante uma análise das teorias mais importantes sobre crises cambiais recentemente desenvolvidas, como também o estudo das características peculiares à Crise de 2008. O referido estudo justifica-se por essa crise apresentar intensas corridas bancárias, falta de liquidez das aplicações tomadas pelo sistema bancário paralelo, reversão dos fluxos internacionais de capital, estouro da crescente bolha imobiliária e ainda elevado contágio entre as economias do mundo.

A motivação para esse estudo partiu do fato que a crise de 2008 adveio dos Estados Unidos, e posteriormente contagiou os países da América Latina. Pretende-se verificar como se deu a disseminação da crise dos países desenvolvidos para os emergentes, mesmo que tardiamente (*decoupling*). A partir do estabelecimento de uma nova arquitetura financeira global, observam-se uma maior liberalização da economia, com fraca regulação pelo governo, a criação de novos instrumentos financeiros, a crescente importância desempenhada pelos não-bancos e a elevada mobilidade de capital. Em paralelo, presencia-se a criação de hipotecas *subprime* em meio a um *boom* imobiliário nos EUA. Como decorrência, em meio a uma crise de confiança, percebe-se uma turbulência do mercado habitacional americano a qual impacta toda a economia mundial, que levou a uma crise financeira internacional, com risco sistêmico e elevado contágio. Nesse sentido, o presente estudo pretende responder a seguinte problemática: quais as variações foram relevantes nas principais variáveis socioeconômicas do Brasil e da América Latina no período anterior e posterior a crise?

O objetivo principal desse estudo é analisar os mais importantes efeitos da crise financeira internacional de 2008 na América Latina e Brasil. Parte-se da constatação de que houve impactos importantes na economia desses países a partir do contágio dessa crise. Pretende-se fazer uma abordagem do momento de crescimento econômico – 2004 a 2008 –, dos impactos da crise financeira – 2008 a 2009 –, e da reação diferenciada e das medidas anticíclicas implantadas pelo Brasil e os países da América Latina – no período pós-2010.

Essa dissertação tem como objetivos específicos:

i) Apresentar quais as principais teorias sobre crises cambiais, a partir de uma discussão mais específica sobre as peculiaridades existentes na ocorrência dessas crises cambiais e as suas relações com as teorias existentes sobre ataques especulativos. Tais teorias estão divididas em três gerações, mais o fundamento do contágio. Além disso, destaca-se o enfoque recente na abordagem sobre regimes cambiais;

ii) Caracterizar e discutir a crise financeira de 2008, abarcando aspectos que dizem respeito a inovações e regulação financeira, como também o início e aprofundamento desta crise, as medidas para contê-la e as consequências geradas nas economias dos Estados Unidos e Europa; e

iii) Relacionar os impactos da crise financeira internacional de 2008 sobre as economias latino-americana e brasileira, com uma análise das dinâmicas do comércio internacional, dos investimentos estrangeiros, do nível de emprego e do crescimento do produto, entre outros indicadores, além de apontar as principais políticas anticíclicas implementadas na região.

A metodologia deste trabalho é baseada em uma pesquisa exploratória, através da coleta de informações e dados de diversas fontes econômicas secundárias, que busca analisar os principais canais de transmissão da crise financeira de 2008, e sua disseminação e contágio, entre os países e as economias latino americanas e brasileira. É realizada, ainda, uma revisão bibliográfica e uma abordagem sobre a crise financeira de 2008, abarcando aspectos que dizem respeito a inovações e regulação financeira, como também o início e aprofundamento dessa crise, as medidas para contê-la e as consequências geradas nas economias dos Estados Unidos e Europa.

O trabalho está dividido em quatro partes, além desta introdução. No capítulo I, faz-se uma breve análise sobre a literatura desenvolvida que estuda e fundamenta os acontecimentos advindos das crises cambiais, especialmente da década de 1990, e uma discussão sobre as teorias que abordam os ataques especulativos, como forma de entender o que acontece quando uma economia de um determinado país é atingida fortemente por uma grande desvalorização cambial e uma fuga maciça de investidores. Aspectos como a gravidade que estas crises trouxeram ao cenário econômico mundial, assim como a instabilidade financeira que geraram, sua rápida propagação entre diversas economias e, ainda, a enorme importância que os investidores internacionais representaram através da reversão e da volatilidade do fluxo de

capitais (como o efeito manada e a corrida bancária) são fatos essenciais para explicar a relevância do estudo das crises supracitadas. Por fim, procurou-se abordar a literatura desenvolvida no início dos anos 2000 sobre as diferentes recomendações de regimes cambiais e sua classificação, em particular nos países emergentes, e as divergências de comportamento apresentado no que tange o discurso e a prática cambial.

No capítulo II, analisa-se a crise financeira de 2008, que atingiu os países desenvolvidos. Busca-se descrever os novos instrumentos financeiros criados nos mercados de balcão (fruto da securitização) e a complexa interação entre bancos universais e as novas instituições financeiras que criaram a nova arquitetura do sistema financeiro mundial. Em seguida, realiza-se um breve relato dos acontecimentos da crise, elucidando as consequências sofridas pelas economias americana e europeia e as medidas de injeção de liquidez tomadas pelo governo norte-americano com intuito de conter o impacto macroeconômico sofrido pela forte elevação da inadimplência e da desvalorização de diversos ativos securitizados, entre outras.

Como consequência da crise, vários países perceberam a fuga de capitais em suas economias. Países emergentes depararam-se com a desvalorização de suas moedas e o crédito mundial retraiu-se. Devido ao risco sistêmico da crise de 2008 e o seu efeito ter sido sentido em escala global, no capítulo III, explana-se os impactos sobre as economias brasileira e latino-americana, analisando dados como taxa de crescimento da economia, balança comercial, taxa de juros, fluxo de capital e taxa de desemprego, entre outras variáveis macroeconômicas, especialmente entre os anos de 2008-2011. Pretende-se, a partir desta análise, verificar até que ponto estas economias foram impactadas pelos acontecimentos do cenário econômico de 2008.

As considerações finais recapitulam os principais pontos levantados ao longo do estudo, ressaltando as teorias sobre crises cambiais, o efeito contágio e as peculiaridades da crise financeira de 2008, mostrando os seus impactos nos países desenvolvidos e seus efeitos sistêmicos, especialmente nos países da América Latina.

CAPÍTULO 1

TEORIAS SOBRE CRISES CAMBIAIS: UMA REVISÃO DA LITERATURA

O estudo sobre as teorias de crises cambiais vem sendo recentemente desenvolvido por economistas, ganhando importância à medida que novas crises acontecem e trazem questionamentos sobre o que as provocam. Os teóricos procuram entender as crises cambiais analisando variáveis macroeconômicas, estabelecendo padrões de comportamento do governo e dos agentes privados em prol de determinar o que provocou a mudança do regime cambial adotado. A dinâmica de uma crise cambial e a possibilidade da ocorrência de um ataque especulativo exitoso a uma determinada moeda traz incertezas ao mercado e justifica o intenso estudo nessa área, até como forma de prevenção que agentes financeiros possam vir a tomar.

Em geral, os países de economias menos avançadas apresentam taxas de juros mais elevadas que aquelas dos países mais desenvolvidos, o que atrai intensos fluxos de capitais, pois os investidores internacionais buscam ativos que tragam maior retorno com menor risco possível. Quando o sistema financeiro dos países prevê a livre mobilidade de capitais, porém com regime cambial fixo, um ataque especulativo pode acontecer se os agentes econômicos pressentirem a iminência de uma crise cambial. Com a desvalorização da moeda dos países, os investidores procuram retirar seu capital dessas economias, convertendo seus ativos em moeda estrangeira e gerando fortes saídas de capital das mesmas. O preço dos ativos dessas economias perde seu valor no mercado acionário e os países passam a elevar sua taxa de juros com a intenção de conter a evasão de divisas da sua economia (CARVALHO e SILVA, 2000).

A partir do contexto acima relatado, este capítulo pretende apresentar a literatura existente sobre a ocorrência de crises cambiais durante a história recente da economia mundial. Espera-se demonstrar como novos modelos foram sendo criados à proporção que as crises foram acontecendo.

Neste capítulo serão abordadas as teorias sobre crises cambiais (divididas em três gerações: primeira, segunda e terceira), além da figura do contágio, que passou a ser bastante discutido no contexto da crise cambial sofrida no final da década de 90 pelos países do Leste Asiático e outros países emergentes, como Rússia, Brasil e Argentina.

O presente capítulo está dividido em quatro partes. Na seção 1.1 apresenta-se o modelo de primeira geração, também conhecido como ‘modelo canônico’. Passa-se, na seção 1.2, a uma análise do modelo referência da segunda geração de ataques especulativos, criado especialmente para abordar a ocorrência de crises cambiais em países que não apresentavam problemas derivados do excesso de moeda (crise europeia dos anos 90). A seção seguinte (1.3) discute o modelo de terceira geração e a problemática do contágio, elemento importante para explicar a disseminação de crises entre diferentes economias. Por fim, na seção 1.4, discutem-se trabalhos recentes do começo do século sobre a classificação e a viabilidade de regimes cambiais, especialmente em países emergentes.

1.1 OS MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO

O modelo de primeira geração, também conhecido como “modelo canônico”², datado em 1979, traz a análise da ocorrência de crises cambiais com base em problemas de caráter macroeconômico. Esse é o modelo inicial para a criação das outras gerações de modelos. A partir de suas falhas e da ocorrência de novas crises, outras gerações de modelos buscaram evoluir e desenvolver suas teorias.

O artigo publicado em 1978, pelos autores Salant & Henderson, sobre esquemas de estabilização de preços de *commodities* através de agências reguladoras internacionais, foi a base utilizada por Krugman, em 1979, para desenvolver o modelo de primeira geração. Salant & Henderson (1978) afirmavam que esses esquemas eram propícios à possibilidade de ataques especulativos em virtude da suposição de que especuladores poderiam intensificar a compra da *commodity* na expectativa de que o preço subiria o suficiente para eles venderem com um ganho considerável, e assim as agências reguladoras não conseguiriam estabilizar o preço, e teriam seus estoques esgotados.

Para Krugman (1979), um dos autores do modelo de primeira geração, a lógica abordada pelos autores Salant & Henderson no seu trabalho datado de 1978 pode ser ampliada para os ataques especulativos de moedas, em que os bancos centrais seriam os agentes em

² O modelo canônico é conhecido também como modelo “Krugman-Flood-Garber” (PRATES, 2005).

comparação com as agências reguladoras, que interviriam no mercado para estabilizar a taxa de câmbio e mantê-la no nível desejado.

O modelo de primeira geração baseia-se na inconsistência dos fundamentos entre as medidas econômicas tomadas pelo governo. A decisão de financiar o déficit orçamentário da economia, através de medidas expansionistas (via emissão monetária), aumenta seu próprio endividamento, contradizendo a intenção de manter um regime cambial de paridade fixa de sua moeda, que não permite desvalorizações. O governo propõe-se firmemente a emitir moeda para financiar o déficit fiscal do seu país, ao mesmo tempo em que o banco central age no mercado financeiro com o intuito de manter a taxa de câmbio fixa, usando seu estoque de reservas de moedas estrangeiras (KRUGMAN, 1997).

Tal situação é mantida enquanto o país tem reservas internacionais suficientes para que seu banco central possa sempre intervir comprando e vendendo moeda para segurar a taxa de câmbio fixa. Contudo, a partir do momento que especuladores passam a acreditar que esse nível de reservas está perto de atingir um patamar crítico de exaustão, criam-se as condições necessárias para o desenrolar de um ataque especulativo, que liquidará as reservas mantidas pelo governo e resultará no abandono da taxa de câmbio fixa.

De acordo com Krugman (1997), na lógica deste modelo, os agentes privados da economia ficariam à espera do esgotamento das reservas internacionais desse país para promover uma crise cambial. Estes perceberiam que, com a chegada cada vez mais perto desse momento, o preço da moeda estrangeira, que era fixa, passaria a subir e, portanto, seria mais interessante manter em suas carteiras moeda estrangeira ao invés da própria moeda local, proporcionando um aumento significativo na taxa de câmbio. Desta forma, os especuladores, prevendo todo o movimento que estava por vir, venderiam seu estoque de moeda nacional, trocando-a por moeda estrangeira, momentos antes da exaustão das reservas. Como consequência desse processo, quando as reservas caíssem a um nível inadequado para manter as políticas domésticas expansionistas, e o governo não tivesse mais recursos para financiar seus déficits na balança de pagamentos, o ataque especulativo desenvolver-se-ia, e estabeleceria o fim da ancoragem cambial.

No modelo de Krugman, em seu trabalho datado de 1979, são criadas premissas para estabelecer o comportamento das variáveis macroeconômicas. O modelo é baseado em um país pequeno, produtor de um único produto, em que o preço deste bem é determinado pelos

mercados internacionais, de onde decorre a condição de que o nível de preços internos é definido pela taxa de câmbio multiplicado pelo nível de preços internacionais. Os investidores possuem duas opções de ativos para compor seus *portfolios* (moeda nacional e moeda internacional) e o nível de riqueza dos residentes do país é composto pela soma dos seus saldos dessas moedas. Ao assumir ainda que estrangeiros não detêm moeda nacional, observa-se que os dois ativos comportam-se como substitutos perfeitos.

A demanda por moeda nacional, então, é proporcional ao estoque de riquezas mantido pelos residentes no país, resultando na condição de equilíbrio de *portfolio*, ou seja: a oferta de saldos monetários deve ser igual à demanda pela moeda. Nessas condições, um aumento nas reservas internacionais na economia é reflexo de um aumento na quantidade de moeda nacional ofertada a uma taxa esperada de depreciação. Para tanto, enfrentam-se restrições no nível da riqueza, pois os residentes passam a diminuir seu estoque de moeda para poder conseguir adquirir moeda estrangeira. Essa mudança de composição de ativos no *portfolio* é feita em proporções fixas (KRUGMAN, 1979).

Enquanto o governo mostra-se disposto a gastar suas reservas para manter o regime cambial fixo e os agentes privados acreditam nesta situação, os residentes podem negociar seu *portfolio*, já que o governo passa a suprir a economia com a quantidade necessária de moeda estrangeira. A condição de equilíbrio de *portfolio* é mantida e os níveis de riqueza e ofertas de moedas ficam estáveis (KRUGMAN, 1979).

O quanto o governo consegue financiar seu déficit usando suas reservas estrangeiras é definido pelo quanto os investidores desejam adquirir de moeda nacional, já que estes podem retirar o excesso de circulação daquela moeda da economia ao trocar um ativo por outro. A exaustão das reservas internacionais mediante a constante emissão monetária produzirá a modificação do regime cambial adotado. No modelo abordado, o país passa a enfrentar um dilema na sua balança de pagamentos, com a perda gradativa de reservas. A situação complica quando os especuladores percebem o iminente abandono do regime cambial fixo e passam a adquirir o ativo de moeda estrangeira existente na economia fornecido pelo governo. A crise estoura antes mesmo de o governo ter se exaurido de todas suas reservas (KRUGMAN, 1979; KRUGMAN, 1997).

Os agentes privados da economia têm conhecimento do nível mínimo de reservas necessárias para manutenção do regime cambial fixo e o quanto o governo está disposto a

gastar para tanto (hipótese de previsão perfeita). No momento que o nível de reservas chegasse a zero, o nível de preços aumentaria, implicando perdas aos detentores de moeda nacional. Ao saber que tal momento aproxima-se, especuladores trabalham então para realocar seus *portfolios*, trocando ativo nacional por estrangeiro, instantes antes da exaustão das reservas, para obter ganhos de arbitragem mediante diferença de preço dos ativos. O ataque especulativo é gerado por meio da antecipação dos eventos pelos especuladores, provocando a eliminação das reservas internacionais do governo e a posterior depreciação da taxa de câmbio junto à adoção de uma taxa de câmbio flexível (CASTRO, 2006).

Como extensão ao modelo criado por Krugman em 1979, Flood & Garber (1984) elaboraram dois modelos lineares para explicar o colapso de um regime de câmbio fixo. No primeiro modelo, os autores conseguem determinar o momento exato da mudança de regime cambial, proveniente da deterioração de fundamentos econômicos ou de um ataque especulativo arbitrário.

Algumas premissas adotadas por Krugman em 1979, em seu modelo de primeira geração, são mantidas, como a previsão perfeita dos agentes privados; contudo, no novo modelo de Flood & Garber (1984), os ativos do país analisado são divididos em dois tipos: moeda e títulos, sendo ambos nacionais ou estrangeiros. Os residentes não têm acesso à moeda estrangeira, fazendo com que apenas os ativos enquadrados como títulos sejam perfeitos substitutos. O governo mantém um estoque de moeda estrangeira para perpetuar a taxa de câmbio fixa e a oferta monetária da economia é garantida através da soma de reservas internacionais mais crédito doméstico. O regime de câmbio fixo será mantido à proporção que o governo consegue manter seu nível de reservas positivo.

A problemática do modelo supracitado gira em torno da definição do momento em que o regime cambial fixo desmorona e a taxa de câmbio passa a flutuar. Para tanto, os autores criaram o conceito de taxa de câmbio sombra (“*the shadow floating rate*”), que seria a taxa de câmbio que prevaleceria no regime fixo, caso aquela pudesse flutuar. Os investidores esperam o momento anterior à exaustão das reservas mantidas pelo governo para realizar o ataque especulativo e assim beneficiar-se do aumento da taxa de câmbio. O ataque é realizado quando a taxa de câmbio sombra for igual ou superior à taxa de câmbio fixa. Com a taxa de câmbio flutuando após o ataque especulativo, os agentes privados beneficiam-se de ganhos de arbitragem ao venderem os títulos estrangeiros mais caros do que haviam comprado quando o câmbio era fixo.

O modelo de Flood & Garber (1984) ainda considera a possibilidade de colapso do regime cambial mediante a um ataque especulativo arbitrário. É adicionada ao modelo uma variável para medir o comportamento da economia dos agentes privados. Um aumento na variável em questão, mesmo em condições onde um regime de câmbio fixo não seria atacado, pode ser o desencadeador de uma crise cambial e forçar o abandono do regime de câmbio fixo daquela economia, conforme apontado por Castro (2006). No entanto, o momento de transição de um regime cambial fixo para flutuante passa a ser totalmente arbitrário e indefinido no tempo, em virtude deste comportamento especulativo descrito, problema enfrentado também por economias que adotam regimes cambiais flutuantes.

Flood & Garber (1984) trazem a incerteza quanto ao nível de reservas para analisar a taxa futura de câmbio de uma moeda que passará por uma mudança de regime cambial. Criou-se então um modelo estocástico para determinar a distribuição da probabilidade do tempo em que o colapso do regime cambial fixo ocorrerá. Para os autores, os choques no modelo abordado derivam da mesma distribuição de probabilidade, em que uma pequena alteração seria suficiente para que o regime de câmbio fixo entrasse em colapso.

As críticas feitas aos modelos de primeira geração giram em torno do fato de que esses modelos analisam metodicamente a crise cambial e simplificam o comportamento adotado pelo governo. Para este, a única opção para cobrir seus gastos seria a emissão de moeda, negligenciando a situação externa do país, sem utilizar outros mecanismos disponíveis para intervir no mercado cambial. Não são considerados artifícios econômicos existentes ao governo para conter a situação de deterioração da balança de pagamentos, como a tomada de recursos no exterior ou a ajuda de organismos financeiros internacionais, ou ainda a adoção de políticas monetárias mais restritivas (CASTRO, 2006).

O governo acaba presenciando suas reservas internacionais esvaecerem-se enquanto os agentes privados agem racionalmente e percebem oportunidades de ganho financeiro através da arbitragem. A política adotada pelo governo é bastante mecânica, defendendo o câmbio veemente ao vender seu estoque de moeda estrangeira e emitindo moeda nacional para financiar seu déficit. A hipótese de previsão perfeita determina e amarra qual atitude o governo sempre manterá em defesa do câmbio, sem conseguir perceber as expectativas de mercado (CASTRO, 2006).

1.2 OS MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO

O modelo de primeira geração, desenvolvido na década de 70, trouxe novidade para os estudos realizados sobre crises cambiais, todavia foi incapaz de explicar sobre as crises de balanço de pagamentos que ocorreram na década de 90. A teoria existente não conseguiu explicar por que muitos países do Sistema Monetário Europeu (SME) sofreram ataques especulativos às suas moedas nos anos de 1992 e 1993, momento no qual seus respectivos governos tiveram que abandonar o regime cambial fixo. A crise do SME ocorreu mesmo naquelas economias que não apresentavam fundamentos macroeconômicos deteriorados, nem esgotamento das suas reservas de moeda estrangeira em função de um déficit monetário.

O modelo de segunda geração foi desenvolvido como teoria para explicar as crises de balanço de pagamentos que ocorreram na década de 90, conforme já citado, especialmente na Europa e México. Esses dois grandes acontecimentos foram precedidos de fatos políticos que colocaram à tona a carga política envolvida na questão do governo dos países afetados manterem ou não seu regime de câmbio fixo³. O modelo de primeira geração era insuficiente para explicar como países industrializados e desenvolvidos, com acesso a mercados internacionais, tiveram suas moedas desvalorizadas subitamente. A forma como os governos dos países afetados reagiram diante das pressões especulativas sobre seus regimes cambiais foi o diferencial dessas crises frente ao modelo preexistente (PRATES, 2005).

Como prolongamento dos estudos sobre o modelo de primeira geração, outros autores passaram a adaptar tal modelo às crises de balanço de pagamentos que ocorreram nos países em desenvolvimento na década de 80. No modelo de Obstfeld de 1996, as expectativas auto-realizáveis são utilizadas para explicar a possibilidade de equilíbrios múltiplos numa economia (equilíbrio com crise e equilíbrio sem crise). No estudo de Velasco de 1987, considera-se o sistema bancário e o custo que o governo tem para resgatar os bancos que tomaram empréstimos no exterior para cobrir as garantias dadas aos depósitos nacionais. O esgotamento das reservas internacionais do país vem do resgate dado aos bancos (PRATES, 2005).

3 Na União Europeia, o resultado negativo do referendo dinamarquês ao Tratado de Maastricht em 1992 não previsto e o assassinato do então candidato a presidência no México, Luís Colosio, foram questões políticas que tomaram os mercados financeiros.

Muitos teóricos sobre o tema acreditavam que o modelo de primeira geração não era suficiente para representar as forças que incentivavam a ocorrência de crises cambiais. Para tanto, foi criado o modelo de segunda geração, que também crê que a causa do problema cambial está na gestão da política econômica dos países. Neste caso, o governo adota suas políticas de acordo com o chamado “custo-benefício social”. O enfoque é dado na racionalidade do governo nas suas decisões em virtude dos seus objetivos macroeconômicos, que aborda um conjunto mais amplo de variáveis. A discussão gira em torno na análise dos *trade-offs* existentes quando um governo opta por manter uma taxa de câmbio fixa ou prefere lidar com o regime de câmbio flutuante (depreciar ou não sua moeda) (PRATES, 2005).

Passa-se a analisar o comportamento do governo e quais fatores levam o mesmo a manter ou abandonar o regime cambial adotado. Nessa situação, a expectativa que o mercado financeiro tem de que o país possa alterar sua política cambial acaba aumentando o custo de manter o seu câmbio fixo. A escolha tomada pelo governo apresenta um ônus e este está associado às expectativas que os agentes econômicos têm sobre sua decisão. Altera-se toda a lógica aplicada ao analisar a possibilidade de um ataque especulativo. Agora, os eventos não seriam mais justificados por fundamentos econômicos, como o esgotamento de reservas internacionais, e sim, seriam resultados de expectativas autorrealizáveis.

Obstfeld (1994), em seu modelo, considera que, algumas crises acabam sendo desencadeadas pela dinâmica circular da situação. Os especuladores irão atacar determinada moeda face às suas expectativas diante do comportamento do governo. Este analisa suas respostas mediante o comportamento dos preços, fato que depende fortemente da situação econômica do país e sua posição política. Contudo, esses fatores estão bastante arraigados às expectativas do mercado. Portanto, o mesmo rol de variáveis pode ou não desencadear um ataque especulativo. Deve-se perceber o comportamento de todos os agentes econômicos, já que suas expectativas e reações, juntamente com o governo, podem determinar o estopim de uma crise cambial.

O modelo de segunda geração busca explicar a ocorrência de crises cambiais em países que não apresentavam problemas derivados do excesso de moeda. Nessas economias, o regime de câmbio fixo foi abandonado para dar mais atenção a questões que os países estavam enfrentando, como desemprego elevado e alta emissão de títulos públicos. Nesta situação, os países estão lidando com problemas que não são de cunho monetário e cambial, mas, para solucioná-los, acabam tendo que depreciar sua moeda e param de defender sua taxa

fixa. A análise de descobrir se é mais vantajoso manter a ancoragem cambial ou partir para a depreciação cambial, face aos dilemas enfrentados na sua economia, é que se refere ao estudo do custo-benefício social (KRUGMAN, 1997).

Segundo Murta, Brasil & Samohyl (2003), a opinião pública acaba desconfiando se o país abordado irá manter sua taxa de câmbio fixa, o que dificulta o mesmo a manter seu regime cambial. O ataque especulativo de segunda geração é dito como autorrealizável, pois a desvalorização cambial acontece em prol da ocorrência do ataque especulativo. A crise cambial é vista sob o enfoque da pressão que os investidores exercem sobre a economia do país, em função da inconsistência existente entre as políticas públicas adotadas e a manutenção do regime de câmbio fixo, devido à posição adotada frente à resposta dada pelas autoridades econômicas.

O primeiro modelo criado da segunda geração foi apresentado por Obstfeld (1994) na tentativa de elucidar melhor o que aconteceu com as economias europeias na crise do Sistema Monetário Europeu, já que estas apresentavam altas taxas de juros e desemprego. O autor traz críticas ao modelo de primeira geração, acreditando que aquele não explicava os fatores que geravam as crises cambiais e determinavam os seus efeitos. Para tanto, passou a considerar, em seu novo modelo, a possibilidade de ocorrência de múltiplos equilíbrios e o fato de os países terem opções de políticas para ter acesso a outras fontes de recursos na economia internacional, caso suas reservas internacionais se esvaziem.

Nesta linha de pensamento, um país que procura defender a sua paridade cambial pode adotar diversas medidas econômicas restritivas que podem tornar-se difíceis de serem aceitas pela sociedade, especialmente quando a economia enfrenta problemas de elevado desemprego e altas taxas de juros. Nesse tipo de situação, o governo percebe que o custo de defender a taxa de câmbio fixa versus o benefício de lidar diretamente com o problema macroeconômico a ser tratado, acaba tornando-se muito alto e não valendo a pena. O mercado percebe então que o governo já não possui tanto interesse em manter a taxa de câmbio fixa e provoca um ataque especulativo à moeda. Até mesmo regimes de câmbio fixos bastante sólidos estariam então susceptíveis a sofrer algum ataque mediante informação no mercado financeiro de que aquela taxa não conseguiria ser mais mantida pela autoridade econômica responsável (OBSTFELD, 1994).

A determinação do *timing*, momento quando o ataque especulativo for concretizado, torna-se bastante arbitrária neste tipo de modelo, pois pequenos eventos podem despertar a desconfiança dos especuladores e aumentar as expectativas em relação ao governo de não aguentar a pressão imposta e decidir por desvalorizar sua moeda. O ataque torna-se autorrealizável porque se espera que o governo irá trabalhar para minimizar sua função perda, portanto especuladores entendem quais são os objetivos do governo e passam a acreditar que o abandono da taxa fixa de câmbio está iminente. Essa função perda do governo é definida pelo custo que o mesmo enfrenta ao mudar sua postura sobre o regime cambial. Esse tipo de decisão envolve fatores políticos e, muitas vezes, reflete a credibilidade que as autoridades econômicas possuem no cenário nacional e internacional (OBSTFELD, 1994).

Obstfeld (1994) aborda em seu novo modelo a existência de equilíbrios múltiplos, afirmando que qualquer evento aleatório pode desencadear uma mudança de um cenário de equilíbrio para um ambiente propício à desvalorização cambial. Essa mudança acontece acompanhada de um aumento na taxa de juros e uma queda nas reservas internacionais, o que deteriora os fundamentos econômicos do país e por fim acaba por provocar uma queda na taxa de câmbio. Ao comparar a possibilidade de equilíbrios múltiplos com a crise do Sistema Monetário Europeu, o autor cita que a perda de reservas seria um fator crucial para o desenrolar da crise, mas não seria o fato gerador da mesma. Essas deteriorações nas variáveis econômicas podem levar a economia que vivencia um equilíbrio único a enfrentar múltiplos equilíbrios, que derivam do problema existente na dinâmica do modelo instituída pelas preferências e limitações do governo.

A dificuldade enfrentada nesse modelo de segunda geração é definir empiricamente como e quando as expectativas do mercado podem passar a gerar um ataque autorrealizável e definir como iria quantificar o custo enfrentado pelo governo na sua função perda. A possibilidade de múltiplos equilíbrios gera complicações em como quantificar o modo e especificar o tempo em que as expectativas do mercado irão gerar reações na economia de um país, ao ponto de um governo decidir por abandonar a paridade cambial de sua moeda.

Como já dito anteriormente, a crise pode ser disparada por qualquer mudança no cenário econômico, a partir do momento que as expectativas dos especuladores se alteram e estes passam a acreditar que o governo irá desvalorizar sua moeda. A definição desse instante não é concreta, sendo bastante arbitrária, onde é dada relevância a algum evento ocorrido como o desencadeador de toda a crise pela sua proximidade com o acontecimento do ataque.

Krugman (1996) apud Castro (2006) com os teóricos dos modelos de segunda geração questionam até que ponto a mudança feita na função objetivo do governo justificaria a existência de múltiplo equilíbrio e provocaria ataques especulativos autorrealizáveis. Na visão do referido autor, o governo passa a agir como um agente ao tentar minimizar sua função perda. Para isso, enfrenta o dilema de defender ou não seu regime cambial fixo, passando a analisar se é vantajoso sofrer uma depreciação na sua taxa de câmbio⁴ ou, se devido às expectativas do mercado financeiro, seu custo para manter tal taxa seria muito alto ou, até mesmo, se uma depreciação não abalaria sua credibilidade política por não ter conseguido manter a paridade cambial. Contudo, apenas essa mudança na visão modelo e no papel do governo não seria suficiente para afirmar que existiam cenários de múltiplo equilíbrio e ataques autorrealizáveis.

O autor discute que crises autorrealizáveis só são possíveis para alguns parâmetros da função perda do governo e não para todos os parâmetros em si, e que estes mudam durante o tempo. A incerteza sobre a função perda do governo, ou seja, o custo que o governo considera para decidir se mantém ou abandona a paridade fixa cambial não seria suficiente sozinha por gerar incerteza também sobre o momento em que o ataque aconteceria. Esta criaria o que o autor chama de “padrão de ataques de sondagem” (“*pattern of probing attacks*”), que seria forçado pelo mercado de tempos em tempos para testar a disposição do governo de defender sua moeda, o que, por fim, criaria uma falsa impressão da existência de múltiplos equilíbrios. Em seu modelo, Krugman (1996) afirma que não haveria cenários de múltiplo equilíbrio, como afirmado por outros autores, pois segundo ele, o fato de uma taxa de câmbio fixa mostrar-se insustentável significa que um ataque especulativo deve ocorrer o mais cedo possível, portanto, a crise cambial passa a ser questão de tempo.

O autor introduz a possibilidade de incertezas acerca de diversos fatores para discutir a existência de crises autorrealizáveis. Ao trabalhar com a possibilidade da incerteza, ou seja, de que consiga manter a taxa de câmbio fixa independentemente de qualquer ameaça, trabalha-se com uma gama de parâmetros, em que um ataque especulativo não precisaria de fato ocorrer, e, por conseguinte as crises seriam auto-realizáveis. Contudo, a existência de fundamentos deteriorados minimizaria a possibilidade daquelas últimas ocorrerem.

4 Uma depreciação na taxa de câmbio poderia ser uma medida econômica do governo para combater taxas de desemprego elevadas.

A incerteza introduzida sobre os fundamentos futuros implicaria em diversos cenários onde uma crise não necessariamente precisaria ocorrer, o que seria uma oportunidade para um grande investidor aplicar no mercado, assumindo uma posição vendida na moeda a ser atacada e tomar as medidas que provocariam a crise cambial. Para tanto, deveria ser um grande investidor, com tamanho suficiente para motivar dessa maneira uma crise autorrealizável, com capacidade de intervir no mercado ao vender uma quantidade significativa de ativos na moeda local e criar a expectativa de que sua atitude de liquidação da sua posição irá provocar uma crise. Atitudes assim, de grandes investidores, no sentido de provocar turbulências em busca de lucros elevados, construiriam condições para o desencadeamento da crise, mesmo com a presença de incertezas (KRUGMAN, 1996).

Para poder qualificar-se como país membro da União Europeia, existia o critério imposto que o país interessado deveria manter a estabilidade da taxa de câmbio da sua moeda dentro das bandas de flutuação do SME por pelo menos dois anos, antes de finalmente juntar-se ao bloco econômico citado⁵. Esse critério de associação, bastante rígido do ponto de vista cambial, traria dúvidas sobre a entrada em vigor da União Europeia ao instante que algum país membro mostrasse não ter condições de atender tal demanda para filiar-se ao bloco econômico (DRAZEN, 2001).

Os países europeus, na década de 90, estavam em geral enfrentando altas taxas de desemprego e taxas de juros crescentes, alguns já enfrentando momentos de recessão. A deterioração dos fundamentos macroeconômicos era visível e uma política expansionista monetária seria uma atitude cabível ao governo para combater a insatisfação popular e gerar recurso na economia.

Com as políticas de austeridade impostas aos países europeus para se filiarem à União Europeia, impedindo os países de adotarem medidas expansionistas, as pressões dos mercados para desvalorizar as moedas em questão só aumentavam, já que se acreditava que o custo de manter uma paridade fixa de câmbio, em prol do benefício de estar apto a ser parte da união monetária que vinha ser criada, era muito elevado frente à situação macroeconômica vigente (DRAZEN, 2001).

5 Conforme Drazen (2001), uma única desvalorização dentro desse período já poderia desqualificar o país para o ingresso à UE.

A disposição do governo em continuar mantendo a sua taxa de câmbio fixa era colocada à prova conforme os fundamentos econômicos deterioravam e economistas previam o irromper da crise. Para Krugman (1996), encontraram-se nessa situação argumentos para falar em ataques auto-realizáveis, já que o mercado financeiro não havia enxergado o *timing* da crise até aos acontecimentos bem próximos ao estopim, em 1992, e só foi enxergar muito tarde sinais claros da possibilidade dos ataques que vinham a acontecer, apesar da deterioração dos fundamentos econômicos. A crise do SME seria de caráter autorrealizável, uma vez que teria sido um acontecimento onde os especuladores perceberam que estava iminente o seu acontecer e que não conseguiram prever com antecedência o momento exato.

Diversos fatores levaram ao colapso do regime fixo cambial estabelecido para os países membros do Sistema Monetário Europeu. No caso da Suécia, o país havia alinhado sua política cambial ao SME, em maio de 1991, com a posterior negação ao Tratado de Maastricht⁶, em junho de 1992, enfrentando, em agosto e setembro daquele ano, ataques a sua moeda, e consequente elevação na taxa de juros. O banco central sueco, *Riksbank*, interveio na defesa da coroa dinamarquesa, até que, em novembro de 1992, o país viu sua moeda sofrer um novo ataque e desvalorizar-se. A Finlândia já havia presenciando sua moeda passar a flutuar desde setembro do ano em questão. A flutuação da coroa sueca foi liberada pelas autoridades em 19 de novembro, tendo como resultado uma forte perda nas suas reservas (OBSTFELD, 1994).

As condições econômicas enfrentadas na época pela Suécia, como taxa de desemprego alto e déficit fiscal elevado, que criavam problemas de competitividade para sua economia, elevavam a função perda do governo e tornavam o custo muito alto de manter sua paridade cambial frente ao SME. Diante da popularidade do governo caindo, este se via diante dois impasses: o governo acreditava que sua credibilidade seria afetada ao desvalorizar sua moeda e que não conseguiria provar a Comunidade Europeia seu empenho em manter-se fiel aos critérios exigidos pelo SME para filiação (DRAZEN, 2001).

Qualquer desvalorização enfrentada pelos países europeus por dois anos colocaria em questão os benefícios estimados em associar-se ao SME e a viabilidade da criação da união monetária e sua probabilidade de existir. Ao momento que um membro potencial

⁶ Tratado de criação da União Econômica da Europa: a União Europeia.

desvalorizasse sua moeda, questionar-se-ia a real necessidade dos outros países de defenderem suas paridades fixas. Portanto, os demais países afetados passariam a analisar se valeria a pena manter seu regime cambial fixo frente aos problemas que enfrentavam internamente (DRAZEN, 2001).

Para Obstfeld (1994), a Suécia havia conseguido enfrentar os ataques sofridos em agosto e setembro de 1992, mas percebeu que não teria condições para manter a defesa da sua moeda. Acontecimentos na Europa (como a saída do SME da Itália e Reino Unido em 16 de Setembro de 1992⁷, a desvalorização sofrida pela lira italiana, a especulação forçada em cima do franco no outono daquele ano e a dificuldade sueca em praticar as políticas de austeridade impostas pela UE) levantaram questionamentos sobre a convergência dos países signatários de *Maastrich* para os critérios de filiação. Quando um país deixou de conseguir colocar em prática uma dessas exigências, nesse caso a paridade fixa, abriram-se precedentes para questionar se tais critérios poderiam ser perdoados e deixados de ser exigidos e se mesmo assim manter-se-ia a constituição da União Europeia.

O cenário de múltiplo equilíbrio descrito pelo mesmo autor no seu modelo para elucidar a crise que estourou em Setembro de 1992, afirma que qualquer evento poderia detonar o equilíbrio dos mercados, onde uma desvalorização da moeda seria improvável, e criar uma situação na qual suas expectativas seriam de provável ataque. Essa transição seria acompanhada de aumento na taxa de juros internamente e queda nas reservas internacionais⁸, prejudicando as condições econômicas do país e proporcionando a desvalorização.

Na tentativa ainda de realizar testes para validar a teoria da segunda geração sobre a crise de 1992 – 1993 que atingiu o SME, vale citar o trabalho de Eichengreen, Rose & Wyplosz (1994), que analisou algumas variáveis macroeconômicas para grupos de países dentro e fora do SME, comparando-os. Para a amostra de países fora do SME, o comportamento das variáveis antes da crise e observações de um grupo de controle de situações de não crises são consistentes com o esperado pela teoria de ataques especulativos de primeira geração.

7 Dia conhecido como Black Wednesday, quando a lira italiana e a libra esterlina sofreram forte desvalorizações.

8 Cabe ressaltar que para Obstfeld (1994), a queda no nível de reservas internacionais seria característica de um ataque especulativo, fato que acompanharia a desvalorização da moeda que sofreu um ataque, contudo não o gatilho que desencadeou o mesmo, como afirmado por teóricos da primeira geração.

Ao tratar da amostra dos países europeus, os autores não encontraram, nos períodos analisados, diferenças significativas nas variáveis estudadas: déficits orçamentários, taxas de inflação, taxa de crescimento do crédito interno e saldos da balança comercial. Portanto, o modelo de primeira geração não poderia ser aplicado para a amostra de países do SME. Ao realizar testes estatísticos, os autores acima citados observaram que a taxa de inflação e de crescimento de crédito estão maiores para períodos de não crise em comparação com períodos de crise para países do SME, e não menores como previsto nos modelos de primeira geração.

Apesar de a falta de mudanças significativas nas variáveis abordadas ser consistente com o esperado no modelo de segunda geração e a arquitetura financeira internacional daquela época oferecer liquidez internacional e elevada mobilidade de capital, isto não seria suficiente para explicar o ocorrido. Os autores afirmam que encontraram pouca evidência condizente com modelos de equilíbrios múltiplos que mostrassem uma mudança na política econômica dos países para um viés mais expansionista, como consequência de um ataque especulativo.

1.3 OS MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO E O CONTÁGIO

Os acontecimentos percebidos no sudeste asiático em 1997 forneceram o material de estudo do modelo de terceira geração para crises cambiais. Esta teoria foi desenvolvida a partir da percepção da inadequação dos modelos existentes para a compreensão da crise na Ásia no fim dos anos 90. Conforme Curado & Canuto (2001), o modelo abordado neste item entende a crise como sendo de cunho financeiro e ocasionada por problemas de assimetria de informação no mercado financeiro, não adotando mais como causas das crises os fundamentos macroeconômicos. Outros fatores como a fragilidade do sistema financeiro dos países, a existência do efeito contágio e o risco moral⁹ iminente também são abordados como

9 Risco moral é o fenômeno através do qual os investidores estrangeiros e os depositantes domésticos sentem-se protegidos por alguma garantia que os governos dos países dão para alocarem os seus recursos naquelas economias. Essas garantias podem ser implícitas ou explícitas, dadas pelos governos, ou simplesmente derivadas do fato dos investidores manterem laços políticos e interesses empresariais com os dirigentes dos países. A fraca regulação do governo sobre os bancos e outras instituições financeiras não diz respeito aos riscos que estes assumiam em seus investimentos. Sendo assim, por se sentirem protegidos de alguma forma nos mercados

desencadeadores da crise.

Os modelos de terceira geração foram criados para explicitar crises cambiais que ocorreram em países que não apresentavam déficits fiscais ou adotavam políticas de emissão de moeda (como os países dos modelos da primeira geração) e que não enfrentavam dilemas de escolha em manter ou não o câmbio fixo devido a problemas macroeconômicos em suas economias. Esses modelos tratavam dos países do Leste Asiático, que estavam sendo reconhecidos pela comunidade internacional por conta do contínuo crescimento que vinham apresentando nos últimos anos e da sua atratividade por fluxo de capitais privados (PRATES, 2005). A Crise Asiática de 1997 acabou surpreendendo por sua complexidade e pela rapidez com que se expandiu no cenário mundial. Ao final da crise, deparamo-nos com a queda do mercado de ativos dos países atingidos, quebras de bancos, inúmeras falências de empresas, fortes saídas de capital e redução das reservas externas asiáticas. .

Segundo a teoria dos ataques especulativos, a crise de 97 seria caracterizada como de terceira geração. Os modelos existentes anteriormente não eram suficientes para explicar os novos aspectos advindos desta crise. Primeiramente, os fundamentos macroeconômicos como déficit fiscal e expansão monetária, abordados no modelo de primeira geração não eram encontrados nas economias asiáticas afetadas pela crise. Além disso, tais países também não enfrentavam questões sociais, como altas taxas de desemprego, que os forçassem a mudar sua política macroeconômica, como nos modelos de segunda geração (PRATES, 2005).

Ao tratar desse modelo de ataque especulativo, é importante explicar o conceito de assimetria de informações, que seria “quando uma das partes de uma transação econômica possui menos informações do que as demais” (CURADO & CANUTO, 2001, p. 44). Essa situação faz com que ocorra o chamado risco moral, ou seja, o deslocamento dos custos de uma transação, de uma parte envolvida para a outra. O modelo de terceira geração diz que a existência de assimetria de informações faz com que o mercado financeiro não funcione eficientemente, o que pode desencadear uma crise financeira e cambial.

Para Krugman (1998), ao estudar a crise Asiática, não se deve prender só nas questões teóricas referentes a crises cambiais. O autor passa a pesquisar duas questões fundamentais no modelo de terceira geração que são: o papel dos intermediários financeiros e o preço dos

daqueles países e ainda por não estarem sob alguma regulação bancária efetiva, os investidores passam a apostar em projetos arriscados e que servem para gerar especulação no mercado (KRUGMAN e OBSTFELD, 2005).

ativos. A atuação sem controle institucional e a garantia governamental (estar protegido contra o risco) que os intermediários financeiros tinham nas suas operações incitava o risco moral existente na economia. Esse tipo de instituição acabou gerando o processo de inflação nos preços de ativos.

Conforme esse pensamento, a desvalorização cambial é tida como decorrência da situação criada no mercado financeiro, vista como o resultado da especulação formada sobre os ativos dos países. A inflação dos ativos acaba gerando uma bolha especulativa e, quando esta estoura, os resultados de rentabilidades dos ativos não passam a corresponder à expectativa dos investidores. Consequentemente, o preço dos ativos dos países cai (deflação), gerando uma fuga de moeda local (os investidores passam a querer trocar suas reservas em moeda nacional por moeda estrangeira), detonando a crise cambial.

A crise asiática é associada à ocorrência de uma crise financeira numa situação de distribuição assimétrica de informação, condição que não permite um funcionamento eficiente do mercado financeiro. A crise cambial resulta da desvalorização das moedas locais, aumentando o valor destas nos países atingidos, o que termina por agravar a situação de endividamento na qual estão inseridos. Esta situação piora a condição financeira dos credores e instituições domésticas, incentivando a crise financeira.

Um ambiente de assimetria de informações é observado quando os tomadores de empréstimos possuem mais informações sobre sua capacidade de pagamento do que os credores. Portanto, depara-se com uma ineficiente alocação do crédito nesse cenário, já que os tomadores de empréstimos com capacidade de cumprir com o acordado irão lidar com taxas elevadas, enquanto que os maus pagadores irão tomar empréstimos a taxas de juros inferiores das que deveriam ser cobradas a eles. O risco moral acontece quando uma das partes envolvidas na transação econômica transfere o risco existente nesta para a outra parte. Devido a informação ser distribuída assimetricamente, os credores transferem os riscos envolvidos para os tomadores de recursos (CURADO & CANUTO, 2001).

No caso asiático, os investidores estrangeiros confiavam nas instituições financeiras, e na sua capacidade em arcar com os contratos firmados, como também no apoio que teriam do governo em caso de virem a lidar com dificuldades. A Ásia vinha sofrendo um processo de liberalização financeira, contudo sem uma estrutura regulatória que controlasse o elevado ingresso de capitais estrangeiros e os riscos tomados pelos investidores. Os bancos e os

intermediários financeiros não sofriam fiscalização do governo quanto ao risco dos projetos que assumiam. Segundo Krugman & Obstfeld (2005), os diversos países do Leste Asiático tinham facilitado o acesso privado aos fluxos de entrada de capitais na década de 1990 e o dinheiro estava prontamente disponível aos bancos daquela região e, por conseguinte, nas mãos dos empresários locais.

Com o intenso fluxo de capitais para a região e o fácil acesso a esses recursos, o empresariado local estava disposto a investir em projetos de risco elevado. Os Bancos Centrais dos países não estipulavam regulamentação pública sobre os bancos comerciais, e o governo adotava políticas econômicas de garantias aos empréstimos privados. Dentro deste contexto, o risco excessivo dos investimentos assumidos nas economias asiáticas foi todo transferido para os bancos.

As instituições financeiras estavam sujeitas ao problema de risco moral já que suas responsabilidades estavam baseadas nas garantias que os governos lhe davam, demonstradas através das ligações políticas que apresentavam¹¹. Com o risco em que atuavam, essas instituições incitavam inflação no preço dos ativos no mercado financeiro, passando a impressão de que possuíam melhores condições financeiras do que realmente tinham. Desta maneira, com a queda no preço dos ativos, ficava aparente a insolvência de tais intermediários. Estes últimos conseguiam levantar recursos a taxas seguras, enquanto emprestavam para financiar investimentos especulativos, conforme Krugman (1998).

O cenário de assimetria de informações não permite que o mercado financeiro atue eficientemente, provocando o risco moral. No caso asiático, no qual as economias estavam sofrendo um processo de liberalização financeira, não existia um sistema eficiente que supervisionasse o mercado financeiro dos seus países e punisse aqueles que agiam sob elevado risco. Com a sensação de segurança proporcionada pelos governos aos emprestadores internacionais, estes acreditavam estar protegidos contra o risco, e assim viam-se incentivados a especularem e investirem em projetos arriscados.

¹¹ Como exemplo, pode-se citar a economia coreana, a qual se baseava na atividade industrial para exportação, especialmente advinda dos *chaebols* (conglomerados de empresas). Estes tinham amplo acesso ao crédito internacional obtido através dos bancos coreanos, e estavam sob proteção do Estado. (CANUTO, 2000; CHESNAIS, 1998).

Conforme os modelos de terceira geração, a adoção de políticas governamentais, em que garantias eram dadas a empréstimos bancários privados, criou o risco moral existente na Crise Asiática. O setor privado tomava recursos e investia em projetos de alto risco, em que qualquer choque desfavorável geraria insolvência. Os credores subestimavam os riscos envolvidos nas operações financeiras já que se sentiam protegidos pelos governos dos países e faziam com que os captadores dos recursos assumissem tais perigos. Ao perceberem que o governo não poderia mais sustentar as garantias dadas, os credores passariam a quitar seus passivos em busca de liquidez.

Um ataque especulativo – com sucesso – tenderá a ocorrer quando o fundo de seguros governamental estiver exaurido e os credores observarem o fim das garantias. Neste momento, os credores dos investimentos de alto risco trocarão os passivos privados existentes por liquidez, decorrendo daí a deflação de ativos e a retração de créditos bancários ao setor privado, com aumento da ‘preferência pela liquidez’. Dados os riscos de falência governamental e/ou de depreciação cambial, a fuga para a liquidez tende a se dirigir ao exterior (a ‘fuga para a qualidade’, para os portos seguros nas economias centrais) (CANUTO, 2000, p.43).

O contexto de assimetria de informações acaba gerando nos investidores internacionais expectativa de que os agentes menos informados possam imitar as atitudes e decisões dos agentes que parecem possuir as informações mais necessárias. Tal efeito é chamado de *herding behavior* (comportamento de manada). Por isso que, ao gerar expectativas negativas sobre as economias asiáticas, os investidores procuraram agir da mesma forma, acreditando que os outros agentes tivessem informações mais valiosas que as suas. Quando um grupo de agentes decide por retirar seus recursos de uma determinada economia, essa atitude pode ser vista como a referência no momento, por isso os outros agentes passam a agir da mesma forma, gerando uma reversão no fluxo de capitais de curto prazo (OREIRO, 2004).

Segundo Canuto (2000), a crise caracterizou-se pela elevada desvalorização das moedas locais em relação ao dólar, como também a queda dos preços dos ativos desses países, gerando sucessivas quedas nas bolsas de valores dos Tigres Asiáticos. A vulnerabilidade a choques externos dos países tornou-se exposta, pois os mesmos financiavam seus frequentes déficits em transações correntes com base no elevado fluxo de capitais estrangeiros que estavam recebendo (alta dívida externa). Os investidores internacionais passaram a atuar, maciçamente na retirada de seus recursos desses países, quando os primeiros sinais de problemas financeiros surgiram. Instalou-se a desconfiança sobre a capacidade dos credores

de arcarem com suas dívidas, gerando a especulação financeira e provocando o acontecimento de um ataque especulativo.

A política monetária adotada de ancoragem do dólar a uma cesta de moedas reduzida buscava estabilidade cambial e diminuía o risco percebido pelos investidores. Poucas variações sofridas pelas cotações das moedas locais estimulavam a captação de investimentos externos, como a entrada de *portfolio* e de empréstimos bancários¹².

Os países vinham lidando com a euforia do mercado e o intenso fluxo de capitais para as suas economias, que, com o advindo da crise, demonstrou não conseguir ser sustentado. Sob esse ponto de vista, a Crise Asiática surgiu com o aumento dos empréstimos internacionais as economias daquela região e posterior reversão do fluxo de capitais, com a saída desses recursos. O pânico financeiro também é visto como característica da Crise Asiática e como elemento que incentivou os credores de curto prazo a cobrar o pagamento dos empréstimos concedidos e cessar os investimentos naquela região (RADELET & SACHS, 2001).

A maior problemática que desencadeou a instabilidade no setor financeiro dos países asiáticos estava na entrada e saída de capitais estrangeiros em suas economias e no endividamento externo de curto prazo versus o nível de reservas internacionais que estas possuíam¹³. O setor privado era o grande tomador de empréstimos e gerador da dívida desses países. Os bancos domésticos recorriam aos estrangeiros e estes ofereciam dinheiro facilmente no mercado, acreditando na capacidade dos primeiros em honrar suas dívidas.

12 A adoção do câmbio fixo associada ao intenso fluxo de capitais de curto prazo resultava na expansão do volume de meios de pagamento desses países. Assim, essa expansão vinha acompanhada por um aumento no preço dos ativos financeiros e na apreciação da taxa real de câmbio, segundo Oreiro (2004).

13 Grande parte desses créditos era tomada para ser investida no ramo imobiliário, para gerar especulação no mesmo, e até usado em investimentos pouco produtivos, que eram garantidos pelos governos dos países. Além disso, as políticas governamentais locais incentivavam a tomada excessiva de empréstimos para serem investidos em projetos de alto risco, com grandes possibilidades de tornarem-se insolventes. Somando-se ainda a esse cenário, o fato de que as economias asiáticas não apresentavam uma estrutura legal eficiente que pudesse subsidiar as empresas que apresentavam dificuldades. Essa característica tornou-se aparente quando a crise foi efetivada, e não havia uma maneira eficaz de lidar com as falências das empresas (KRUGMAN, 2009).

Intermediários financeiros agiam especulando e determinando o preço dos ativos no mercado financeiro e decidindo em quais empreendimentos os recursos disponíveis deveriam ser alocados (RADELET & SACHS, 2001).

Porém, a política de tomar empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira aumentava a vulnerabilidade dos bancos domésticos. Estes conseguiam os recursos em moeda estrangeira, mas emprestavam no longo prazo em moeda local, tomando para si o risco de uma depreciação na taxa de câmbio. Portanto, havia descasamento entre o passivo e ativo dos bancos comerciais, já que estes tomavam os empréstimos no exterior com vencimento de curto prazo, e emprestavam aos seus devedores a longo prazo. Os bancos passaram a acumular um enorme passivo externo de curto prazo, devido ao fluxo de capitais que entravam nas economias asiáticas, enquanto que usavam esses recursos para emprestar em longo prazo (RADELET & SACHS, 2001).

Com o pessimismo instaurando no mercado financeiro, os credores começaram, então, a recorrer aos seus tomadores internacionais o cumprimento dos pagamentos das dívidas acordadas. Estabelece-se uma mudança no fluxo de capitais, com a saída dos mesmos e a repatriação desses recursos. Os bancos domésticos recorreram aos Bancos Centrais dos seus países para poder honrar os compromissos firmados. Contudo, grande parte das economias asiáticas enfrentava um elevado endividamento externo, não possuindo reservas suficientes para arcar com as obrigações dos devedores domésticos no estourar da crise em 1997.

Portanto, os países asiáticos passaram a financiar sua dívida externa de curto prazo com suas reservas internacionais. A evasão dessas reservas chegou a um ponto crítico que os países tiveram que optar por desistir de manter o câmbio fixo e passar a desvalorizar as suas próprias moedas. Com a perda do valor das moedas locais, esses países ainda tiveram que enfrentar o aumento do valor das suas dívidas externas quantificadas em moeda estrangeira. Têm-se as condições suficientes para o ataque especulativo às moedas dos países, a instalação de uma crise cambial e o abandono do regime de câmbio fixo.

Conforme apontado por Krugman & Obstfeld (2005), o momento econômico que os países asiáticos em questão enfrentavam era de maior concorrência dos produtos chineses nos mercados ocidentais, devido ao crescimento das exportações da China. Somando-se a essa situação, ainda tem a valorização do dólar frente ao iene a partir de 1995. As moedas das economias asiáticas eram fixadas de acordo com o dólar americano, ou de acordo a uma cesta

de moedas que continha o dólar. Com a valorização da moeda americana, o mesmo ocorreu com as demais moedas asiáticas atreladas a ele, o que contribuiu para que o ritmo das exportações daquela região caísse.

Murta, Brasil e Samohly (2003) afirmam que, no modelo de terceira geração, os países lidam com um descompasso entre o ativo e o passivo de curto prazo. No caso dos países asiáticos, estes costumavam tomar dinheiro emprestado em curto prazo no exterior, para conceder crédito a médio e longo prazo ao setor privado internamente. Ou seja, os países acumulavam um grande passivo externo de curto prazo, resultante de um grande fluxo de entrada de capitais, enquanto seu ativo de curto prazo em moeda estrangeira era menor. Quando os investidores passaram a desconfiar da capacidade dos credores asiáticos de honrar com suas dívidas, eles decidiram resgatar seus investimentos e instauraram a corrida bancária. Os bancos locais então recorreram aos Bancos Centrais de seus respectivos países, porém estes se viram incapazes de cobrir o fluxo de saída de capitais estrangeiros, gerando assim a crise cambial.

Quem possuía ativos dessas economias procurou liquidá-los o mais rápido possível, para não ter um prejuízo maior e conseguir convertê-los em divisas. Em decorrência, as moedas locais sofreram grandes desvalorizações e passaram a flutuar. Os países passaram a sofrer com o intenso fluxo de saída de capital de suas economias, desvalorização cambial de suas moedas, deflação de ativos, queda na bolsa de valores, ao ponto de abandonarem o regime de câmbio fixo que antes adotavam (KRUGMAN, 1998).

O fator comum a todas as economias asiáticas afetadas era a vulnerabilidade a fugas de capitais diante do endividamento externo de curto prazo que enfrentavam frente ao estoque de reservas internacionais que possuíam. Os países asiáticos, exceto a Coreia do Sul, vinham a anos passando por um processo de liberalização financeira, onde poucos controles de capitais eram impostos, o que contribuía para aumentar o risco financeiro decorrente da volatilidade dos investimentos estrangeiros naqueles países (RADELET & SACHS, 2001).

O cenário de reversão súbita do fluxo de capitais e o estabelecimento do pânico financeiro são características analisadas por Radelet & Sachs (2001) para delimitação do modelo de ataque especulativo de terceira geração. Os investidores internacionais passaram a não acreditar mais nas condições dos credores domésticos de honrar com suas dívidas, e ao invés de continuarem a investir naqueles países como faziam, passaram a retirar recursos

desses países e a cobrar o pagamento dos seus empréstimos. Associada a essa reversão nos investimentos estrangeiros recebidos pelos países asiáticos, estava o ambiente assimétrico de informações que a economia dos países encontrava-se.

Sobre a Crise Asiática de 1997, esta se caracterizou como de caráter gêmeo. A mudança de humor dos especuladores estrangeiros fez com que os países atingidos mergulhassem numa crise cambial, nas quais suas moedas locais sofreram um ataque especulativo decorrente da elevada depreciação na taxa de câmbio nominal. A corrida bancária e a vendas dos ativos domésticos fizeram com que bancos declarassem falências e os preços dos ativos sofressem com a deflação instaurando uma crise financeira. O diferencial da teoria de terceira geração, baseada na crise cambial e financeira que atingiu os países asiáticos no final da década de 90, é que estas economias não estavam lidando com problemas macroeconômicos como altas taxas de inflação ou déficits públicos. Eles acabaram sendo afetados pelo rumor pessimista ao demonstrarem o primeiro sinal de fraqueza financeira (PRATES, 2005).

A fragilidade externa, demonstrada pelas economias dos países, associada à mobilidade do fluxo do capital estrangeiro de curto prazo que este detém, submeteu os países asiáticos a mudanças de humor dos investidores e a considerações pessimistas que estes possuíam sobre suas economias. Na situação asiática, os países não demonstravam dificuldades macroeconômicas que despertassem preocupação no cenário internacional. Os investidores internacionais mudaram sua percepção sobre as economias asiáticas por questão de rumores negativos divulgados no cenário internacional sobre a capacidade financeira daquelas¹⁴.

14 A partir do momento que os investidores passam a desconfiar dos países nos quais eles depositaram seus recursos, eles podem decidir por reverter o fluxo de investimentos que estavam tomando, e passarem a adotar a posição de tomar seus recursos de volta e aplicá-los em títulos com retornos mais seguros. Contudo, para haver essa súbita reversão no fluxo de capitais de curto prazo deve existir um consenso no mercado internacional, entre os investidores, de que tais economias não estão mais capazes de honrar com seus compromissos e de que estão passando por alguma situação que está debilitando sua condição financeira.

1.3.1 A problemática do contágio

Krugman (1998) afirma que o contágio é um elemento tido para reforçar as crises cambiais no modelo de terceira geração¹⁵. Este conceito é visto como a situação em que um choque externo acaba sendo propagado para outras economias e envolve as interações econômicas existentes entre os países. Uma crise cambial num determinado país pode ser vista como consequência de outra ocorrida em certo país. A fuga de capitais que acontece em uma economia pode afetar outros países, já que os investidores podem optar por retirar suas divisas em receio de quedas nos retornos dos seus ativos. Os investidores analisam os países e determinam suas características econômicas comuns, como a atratividade dos seus ativos. Se um país de um determinado grupo não é mais visto como interessante do ponto de atração de investimentos, esses agentes chegam a escolher por retirar seus recursos de todos aqueles países com características semelhantes.

A Crise Asiática de 1997 teve como característica forte o “efeito contágio” que a influência não só foi nos países asiáticos afetados, mas também em escala mundial. Tal crise não ficou apenas na região do leste asiático, não se limitando apenas a ser uma crise cambial associada aos *crashes* dos mercados financeiros dos cinco países afetados. Entretanto, também afetou bolsas de valores de economias emergentes e teve influências na percepção que os investidores tinham sobre os mercados emergentes como os da Argentina, Rússia e Brasil.

A definição de contágio¹⁶ segundo Oreiro (2004, p. 12):

15 O contágio não está apenas ligado ao modelo de terceira geração, podendo ser complementar ao modelo de segunda geração, quando Drazen (2001) analisa o contágio político sob os acontecimentos da Crise do Sistema Monetário Europeu, estabelecendo o caráter político da desvalorização cambial dentro de um grupo de países que compõem uma união monetária.

16 Atente-se, neste trabalho, para a diferença entre o conceito de contágio e de comportamento de manada. O primeiro pode ocorrer sem que se observe o comportamento dos outros investidores por cada investidor individualmente, enquanto que o segundo para ocorrer pressupõe-se uma sequência na decisão dos investidores, ou seja, um primeiro investidor age de determinada forma e os outros acabam seguindo a sua decisão. O contágio não significa que os agentes estão imitando os comportamentos de outro agente em questão, eles estão seguindo um rumor, uma informação que foi lançada no mercado, e que para eles é mais valioso seguir esse rumor que buscar saber a veracidade do mesmo. (OREIRO, 2004).

O contágio ocorre, portanto, quando os investidores internacionais optam por não coletar informações custosas a respeito dos ‘fundamentos macroeconômicos’ de um determinado país, sendo assim influenciados por ‘rumores’ (fundamentados ou não) a respeito da situação do mesmo. Essa opção pode ser uma decisão racional por parte dos investidores internacionais num contexto em que (i) existe um custo fixo para a obtenção da informação relevante sobre a situação do país, (ii) existem restrições de ordem institucional ou legal a venda de ativos a descoberto (*short selling*) e (iii) existem um número suficientemente grande de países emergentes tidos como ‘parecidos’ por parte dos investidores internacionais. Nessas condições o investidor racional irá optar por não coletar informações específicas a respeito dos países nos quais está aplicando os seus recursos, pois o benefício (esperado) dessa informação é menor do que o custo necessário para obtê-la.

Os investidores, ao perceberem que um país está em determinada situação, passam a acreditar que os outros países que possuem situação econômica similar a dele estão passando pelo mesmo estado. Então, ao invés de coletarem informações sobre a saúde financeira daqueles países, assumem que aqueles determinados países estão sofrendo dos mesmos males que o outro e tomam as mesmas atitudes para o grupo de países em questão.

O contágio justifica porque perspectivas negativas sobre a situação financeira de uma economia implica em que agentes internacionais procurem realocar os seus recursos, aplicadas naquela, em outros títulos com retornos maiores e menos arriscados. O rumor pessimista influencia a decisão dos investidores internacionais e eles não procuram saber se aquela informação tem fundamento ou não. O custo de saber se ela é verdadeira ou não é maior do que o benefício de segui-la.

O contágio é estimulado num ambiente de assimetria de informações. Com o custo fixo de se obter informações sobre determinado país, as vantagens para pagar por aquele custo diminuem à medida que aumenta o número de países onde os investidores podem investir seus recursos. Ou seja, com surgimento de rumores negativos sobre determinado país, para o investidor é mais interessante retirar seus capitais daquela economia e investi-los em outros países que demonstrem maiores rentabilidades, que pagar para obter as informações sobre a procedência dos rumores surgidos. Nesse sentido, os investidores passam a seguir as notícias lançadas no mercado financeiro e lançam uma corrida contra as moedas (CURADO & CANUTO, 2001).

Tomando ainda as economias asiáticas, estas não possuíam grande autonomia na condução da sua política econômica, por questão do grande fluxo de investimentos que vinham recebendo. Esses países não adotaram medidas para instalarem controles de capitais nos seus mercados financeiros e isso fez com que, no momento que rumores tomassem suas

economias, seus países estivessem vulneráveis a choques externos e a crises autorrealizáveis. Esses países estavam suscetíveis a rumores e pessimismos, pois os custos para obter informações sobre os rendimentos dos projetos dos investidores estrangeiros eram elevados. Numa situação desta, agentes passam a se guiar pela informação que possuem mais próxima, que seriam os tais rumores negativos, por isso a ocorrência do contágio é tão provável. Portanto, a ocorrência de uma crise cambial em um país aumenta a probabilidade de outra do mesmo tipo afetar outras economias (KRUGMAN, 1998).

As condições necessárias para a instalação do contágio financeiro mediante a assimetria de informações, já que nem todos os agentes privados estão de posse do mesmo leque de informação para montagem e manutenção dos seus *portfolios*, poderia ser evitada caso houvesse maior fiscalização nas instituições financeiras responsáveis em prol de prover melhor acesso e maior transparência de informação, evitando a seleção adversa (KRUGMAN, 1998).

Krugman (1997) atesta que o fenômeno do contágio acontece porque ele envolve países que estão interconectados, sejam regionalmente ou através do comércio exterior. Uma crise cambial em uma determinada economia acaba prejudicando a situação de outra economia com a qual ela se relaciona. Ligações comerciais como as dos países asiáticos, que competiam entre si, exportando produtos similares nos mercados internacionais, reforçam os mecanismos de transmissão. O contágio reflete um comportamento irracional dos investidores, pois eles acabam tomando países diferentes como um grupo em comum e tomam a mesma decisão para todos eles. Por isso, o contágio pode ser positivo ou negativo, ajudando os países numa onda de otimismo ou estourar crises cambiais por vários deles. Quando os mercados estão interligados, uma mudança em um determinado mercado acaba por gerar alguma pressão nos mercados com os quais este se relaciona.

Drazen (2001) afirma que existem três modelos gerais de contágio, todos baseados no modelo de ataque especulativo de segunda geração, levando em conta objetivos econômicos e apresentando natureza econômica também.

O primeiro seria aquele da informação “em cascata”, em que os investidores, de posse de informações assimétricas, passam a imitar as ações sequencialmente uns dos outros. Para este tipo de contágio acontecer, seria condição necessária que os especuladores envolvidos nos mercados de câmbios a serem afetados possuam informações bastante diferenciadas entre si, para que o contágio se disseminasse através da informação mais importante, porém não

especifica qual foi esta lançada no mercado que desenvolverá todo o pânico e o efeito cascata.

Ainda sobre o primeiro tipo de contágio, a ideia de externalidades de informação acontece quando:

“devido às incertezas sobre o compromisso dos formuladores da política econômica de defender as taxas de câmbio, o colapso da taxa de câmbio em um país pode fornecer a informação de que outro país, em circunstâncias macroeconômicas similares, estaria mais propenso a abandonar sua paridade fixa.” (DRAZEN, 2001, p.52)

Portanto, é o colapso da primeira moeda que está fornecendo a informação relevante aos investidores para gerar contágio para a segunda moeda.

O segundo tipo de contágio enumerado por Drazen (2001) é o chamado de modelo de difusão, que se baseia nas ligações comerciais existentes entre os países. Um país que sofre um ataque especulativo e tem sua moeda desvalorizada, acaba por melhorar sua competitividade no comércio internacional, e por prejudicar seus parceiros comerciais já que esses deparar-se-ão com queda nas suas exportações e no nível das suas reservas internacionais. Este tipo de contágio acaba por ser válido apenas entre economias que possuem fortes laços comerciais entre si ou que são concorrentes em um terceiro mercado.

O autor em questão cita o terceiro tipo de contágio como sendo aquele ligado à possibilidade de ocorrência de equilíbrio múltiplo e ataques especulativos auto-realizáveis. O contágio aconteceria pela simultaneidade das crises monetárias, advindas da deterioração da conta corrente das economias, refletindo elevados níveis de dívida. A expectativa de desvalorização torna-se auto-realizável, e os custos de defender a moeda aumentam, elevando a pressão sobre a taxa de juros (DRAZEN, 2001).

Drazen (2001) procura apresentar um quarto tipo de contágio, este com caráter político, diferentemente dos três tipos já citados, pois para o mesmo, uma desvalorização na moeda de um determinado país, não geraria especulações cambiais em outro país se não houvesse objetivos políticos envolvidos. Esses objetivos políticos podem envolver custos econômicos, como manter a taxa de câmbio fixa como ferramenta para melhorar a integração política, exemplo tirado da época da formação União Europeia.

A decisão de manter ou não a taxa de câmbio fixa em relação a várias outras moedas torna-se um requisito para aumentar a integração político-econômica com outros países, por isso, o caráter político que tem a decisão de manter ou não fixa a taxa de câmbio de uma economia que está passando por um processo de integração. Vale citar que este processo pode

ser formal, como o caso já citado da União Europeia Econômica e Monetária, ou uma simples cooperação estabelecida entre parceiros comerciais que procurem manter suas moedas em patamares estáveis para evitar grandes competições no comércio internacional. Para o segundo caso de associação, Drazen (2001) diz que os países membros estariam formando uma espécie de “clube”, uma integração não formal, seja implícita ou explícita.

A ocorrência do contágio político está intimamente ligada com a vontade de integração política, em que para poder associar-se ao clube em questão, o membro em potencial deve manter sua taxa de câmbio fixa. Este avaliará se é vantajoso torna-se membro do clube analisando quais países já são associados, e quais outros possam vir a ser. Portanto, se o membro em potencial perceber que os países que estão sendo analisados não estão procurando atingir os requisitos necessários para tornarem-se membros do clube e não estão dispostos a adotar a paridade fixa da sua taxa de câmbio, concluirá que não será válido associar-se ao clube e que não será vantajoso manter sua taxa fixa simplesmente por uma decisão política de outros membros do clube.

Toma-se como caso uma situação em que especuladores estejam em dúvida se um país está comprometido suficientemente com a manutenção da taxa de câmbio fixa, porém, sabe-se que aquele país tem como objetivo político a integração a algum determinado clube, o que vincula a condição de não desvalorizar a sua moeda. Ocorrendo um ataque sobre a moeda de um país do clube, ou aumentando a pressão especulativa sobre a moeda do país em análise, demonstra-se um compromisso mais fraco da integração em si, e um comprometimento menor dos países membros, onde cada um procurará defender a sua moeda, pois eles estarão mais vulneráveis ao ataque especulativo, vindo daí o contágio por associação (DRAZEN, 2001).

Eichengreen et al (1996) afirmam que o canal pelo qual o contágio se dissemina mais facilmente é aquele onde os países possuem estreitos laços comerciais, e não onde possuem características macroeconômicas similares. Os autores explicam que são as relações comerciais e financeiras existentes entre as economias que facilitam com que depreciações na moeda de um país acabem por afetar a do país parceiro. Portanto, um ataque em um país geraria aos especuladores informação de que os países similares àquele poderiam estar sofrendo dos mesmos problemas cambiais. No caso de países ligados por relações comerciais e mercados financeiros, um ataque especulativo bem sucedido em uma moeda, acaba por aumentar a sua competitividade no mercado internacional, elevando suas exportações. Tal fato gera um déficit comercial no segundo país, uma queda nas suas reservas internacionais, e

finalmente um ataque sobre sua moeda, desvalorizando-a.

Outro canal de transmissão de contágio é o impacto que a crise e a queda dos preços no primeiro país afetam diretamente o nível de preços do segundo país. A depreciação da moeda do primeiro país faz com que caiam os preços de importação do segundo, diminuindo a demanda por dinheiro dos residentes. Ambos os países procurarão junto aos seus bancos centrais trocar moeda nacional por estrangeira, abalando seu nível de reservas. Portanto, o segundo país passa a enfrentar um cenário de instabilidade, podendo sofrer um ataque, já que os especuladores têm todo o incentivo para tal, e o nível de reservas está baixo para suportar esse feito (EICHENGREEN et al, 1996).

1.4 ABORDAGEM RECENTE SOBRE REGIMES CAMBIAIS

Seguindo o estudo sobre crises cambiais no início dos anos 2000, após a economia mundial ter sofrido diversas turbulências na década de 90, percebeu-se uma mudança no viés da teoria abordada sobre câmbio e como este influenciava a probabilidade de crises. Muda-se a abordagem de pesquisar teorias sobre o porquê e a dinâmica das crises cambiais, para focar nos regimes cambiais, como classificá-los de forma mais adequada e analisar a viabilidade desses regimes, em especial nos países emergentes. Alguns autores passam a discutir, num cenário de maior globalização financeira e intensa volatilidade de fluxo de capital, se os regimes de câmbio fixo adotados anteriormente por alguns países¹⁷, em suas diferentes configurações, seriam mais suscetíveis a desvalorizações e, conseqüentemente, ataques especulativos a suas respectivas moedas.

Percebe-se que existem divergentes abordagens na literatura em questão que procuram determinar qual seria o regime cambial mais apropriado para um determinado país, baseando-se em pontos como fundamentos macroeconômicos, argumentos como credibilidade e

17 Como já exemplificado anteriormente neste capítulo, vale citar algumas crises cambiais que ocorreram na década de 90, em que países mantinham algum tipo de regime de câmbio fixo, ou exerciam algum controle sobre o mercado cambial, antes de suas moedas se desvalorizarem e os países se verem forçados a abandonar uma taxa de câmbio que não conseguiam mais defender. São algumas: a crise do Sistema Monetário Europeu de 1992-93, a crise Mexicana de 1994-95, a crise Asiática de 1997, a crise Russa e Brasileira de 1999 (BUBULA & OTKEROBE, 2003).

disciplina monetária, nível de fragilidade financeira e estoque de dívidas em moeda estrangeira versus quantidade de reserva, entre outros. A discussão, no início do novo milênio, procura verificar quais os arranjos cambiais viáveis no período pós-crises e suas implicações, especialmente para os países em desenvolvimento, e como a escolha do regime cambial pode contribuir para levar a uma melhoria na *performance* macroeconômica de um país ou a situações de instabilidade¹⁸.

Ao tratar de regimes cambiais, depara-se com a problemática em torno da criação e unificação de uma classificação padrão coerente que seja adotada por todos os países, onde não há um consenso geral na literatura existente sobre qual a melhor forma de nomear e classificar as práticas cambiais existentes. Como verificado por Rocha & Barbi (2009), numerosos estudos anteriores utilizavam a classificação publicada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), através do relatório intitulado “Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions”, que prevaleceu nas décadas de 80 e 90, classificação esta tida como oficial. Extensas críticas são feitas em relação a esta taxonomia, por muitas vezes falhar ao descrever qual regime cambial era realmente praticado por determinado país, ao passo que esta procurava classificar os regimes cambiais de acordo com qual das quatro categorias de regime o país-membro autodeclarava que sua economia adotava em determinado ano. Dessa maneira, deparava-se, por exemplo, com casos de o FMI classificar o regime como flutuante, enquanto, na realidade, o país praticava algum tipo de regime cambial administrado.

Tendo em vista esses problemas de classificação, Reinhart & Rogoff (2002) desenvolveram um sistema de reclassificação histórica dos regimes de câmbio ao perceberem que a classificação oficial do FMI falhava em descrever a prática real dos países em suas economias, gerando diferenças significativas entre o regime *de facto* (o que era realmente praticado) e o *de jure* (o que o país explicitamente afirmava que praticava). Para formar a nova classificação, os autores usaram extensiva base de dados de taxas de câmbio marcadas no mercado paralelo e material estatístico e dados cronológicos sobre taxas de inflação e câmbio.

18 Não existe um consenso total na literatura sobre regimes cambiais se haveria um determinado regime perfeito, sem implicações a serem enfrentadas pela economia. “*Thus, the literature on exchange rate regimes seems to have backed itself into a corner where none of the available options is without problems*” (Calvo & Mishkin, 2003, pág. 5).

Cabe ressaltar que a metodologia implementada no estudo abordado acima pesquisava nos dados cronológicos se havia a existência de mais de um mercado de câmbio nos países abordados, ou seja, mais de uma taxa de câmbio praticada, como mercado oficial, o paralelo, e até o câmbio “negro” em alguns casos. O algoritmo montado conseguiu então alcançar uma nova taxonomia que consistia em 14 diferentes tipos de regimes cambiais, agrupados em cinco categorias mais extensas, onde o menor valor de escala seria atribuído para o arranjo cambial que apresentasse menor flexibilidade.

Os autores enfatizam a criação de uma nova categoria chamada “*freely falling*” – queda livre, que para eles deve ser tratada como uma categoria separada. Nesse arranjo cambial, seriam enquadrados países que apresentaram taxas de inflação durante um ano acima de 40%. O argumento apresentado é de que cenários de inflação elevadíssima, com todos os problemas e distorções advindas desta situação, não podem ser enquadrados da mesma forma que seria um regime de câmbio flutuante com taxas de inflação mais baixas. De fato, na amostra estudada, 12,5% das observações enquadraram-se nessa categoria.

A nova taxonomia apresentada encontrou taxas de câmbio múltiplas determinadas pelo mercado, e/ou mercados paralelos como sendo uma prática mais comum do que esperado, como também percebeu que muitos arranjos cambiais estavam enquadrados em categorias que não lhe pertenciam. De tal forma, verificou-se que 45% da amostra que anunciava câmbio fixo na classificação oficial – *peg* – na realidade era melhor enquadrado como arranjos que apresentasse certo nível de flutuação cambial, e que, analogamente, muitas países ditos flutuantes exibiam grau limitado de flexibilidade na taxa de câmbio e, portanto, eram de fato adeptos de regimes administrados como *pegs*, bandas cambiais, entres outros. Reinhart & Rogoff (2002) reforçam a necessidade da diferenciação entre os regimes de fato e de jure para as comparações entre taxas e regimes de câmbio serem mais precisas na literatura que aborda tal tema.

Na mesma linha, essa distorção entre comportamento cambial e regime de câmbio que o país diz praticar é abordada por outros autores no início dos anos 2000. Esses autores procuraram combater a teoria proclamada anteriormente que os regimes cambiais fixos haviam caído em desuso ao demonstrar que muitos países, inclusive os de economias desenvolvidas utilizavam de algum controle em seu câmbio, transformando seus ditos regimes de câmbio de livre flutuação em intermediários, como *pegged* ou bandas cambiais.

Ao abordar esse distanciamento entre discurso e prática cambial, Calvo & Reinhart (2000) alegam que alguns países tornam-se relutantes a permitir grandes variações nas suas taxas de câmbio, mesmo declarando que adotam regimes de flutuação cambial. Para esse tipo de comportamento, eles dão o nome de “*fear of floating*” – medo de flutuar, pois os países apresentam receio em enfrentar intensa volatilidade na sua taxa de câmbio, e, por isso, adotam o costume de intervir no mercado cambial¹⁹.

A baixa variação na taxa de câmbio nominal apresentada pelos países seria uma característica intencional da sua política econômica que busca estabilizar qualquer grande flutuação que suas moedas poderiam enfrentar. Para tanto, os mesmos apresentam alta volatilidade das reservas cambiais e das taxas de juros reais e nominais. Isso demonstra que os países abordados no estudo estão intervindo para aliviar flutuações na taxa de câmbio, tanto pelo mercado cambial, como também através do mecanismo de política monetárias através da taxa de juros. A constatação de que o preço das *commodities* (na moeda local) importantes para cada país variava mais que a própria taxa de câmbio, demonstra que o câmbio não absorve totalmente os choques reais, demonstrando que a taxa de câmbio não estava livre para ajustar em resposta aos choques nos termos de troca²⁰, segundo Calvo & Reinhart (2000).

Esse comportamento de ter medo de sofrer flutuação cambial apresentado pelos países, especialmente os emergentes, deriva do receio dos mesmos demonstrarem falta de credibilidade na condução da sua política econômica. Para os autores, estabilizar a taxa de câmbio fornece uma âncora nominal mais precisa, sendo assim mais vantajoso do que procurar a taxa de juros. As autoridades governamentais praticam então políticas monetárias pró-cíclicas em prol da estabilidade cambial e em detrimento da taxa de juros, para manter a credibilidade e demonstrar firmeza em resposta a choques adversos frente aos agentes privados. O uso de política monetária através de grandes flutuações na taxa de juros pelas autoridades como um meio para amenizar a taxa de câmbio seria a ferramenta encontrada pelos países em face a sua baixa credibilidade da sua economia para também evitar os danos

19 Reinhart e Rogoff (2002) observaram na implantação da sua nova taxonomia a elevação do número de países com regimes cambiais de flexibilidade limitada, como também a redução da importância da categoria de livre flutuação, o que é um demonstrativo do comportamento de “*fear of floating*” dos países.

20 A existência do “*fear of floating*” não permite a taxa de câmbio sofrer alteração, ou seja, não deixa esta se ajustar para conter o impacto da subida dos preços das *commodities* na economia. Portanto, a taxa de câmbio acaba não podendo desenvolver seu papel de absorver os choques reais externos.

advindos de elevada volatilidade cambial na inflação daqueles países, no comércio exterior praticado por eles, e na dívida externa mantida em moeda estrangeira, principalmente nos países emergentes.

Seguindo a mesma linha de pesquisa, Alesina & Wagner (2006) procuram identificar os determinantes dos desvios entre regimes de câmbio *de iure* e *de facto*, ou seja, porque os países anunciam um determinado regime cambial e desviam do prometido, não entregando o que prometem. Esse medo em seguir a risca e colocar em prática o discurso econômico propriamente dito gera incertezas no mercado de câmbio e dificuldades na condução da política monetária doméstica. Para verificar essa divergência entre comportamento cambial adotado e o anunciado, os autores usam em sua análise a classificação *de iure* apresentada pelo o FMI e a *de facto* adotada por Reinhart & Rogoff (2002) – autores entenderam essa classificação como a mais adequada para o seu estudo -, e encontram tanto países que fixam seu câmbio mais do que declaram, como países que flutuam sua moeda mais do que prometem.

Utilizando índices de qualidade institucionais e um conjunto de variáveis econômicas de controle²¹, os autores distinguem determinantes político-econômicos que explicam esta propensão dos países em “renegar” os regimes de câmbio os quais dizem adotar. O nível de dívida em moeda estrangeira tende a fazer com que os países procurem fixar mais sua taxa de câmbio para não sofrer alterações no seu passivo externo.

Além disso, a qualidade das instituições seria outro determinante ao definir que governos com instituições politicamente fracas, como corrupção, ausência de proteção a direitos autorais etc., não teriam habilidade suficiente para fixar seu câmbio, e, portanto, deixariam sua moeda flutuar mais do que propriamente anunciam. Essa condição de “instituições politicamente fracas” refletiria como incapacidade de os governos manterem sua estabilidade macroeconômica e, desse modo, falta de credibilidade no mercado para se comprometer com uma taxa de câmbio *pegged*. Na análise realizada pelos autores, foi encontrada uma correlação negativa entre qualidade institucional e presença de mercados de câmbio de paralelo, isto é, quanto melhor as instituições do país abordado, menor a probabilidade daquele país apresente dois mercados de câmbio com a taxa oficial e a paralela.

21 Para a base de dados de análise da qualidade institucional, Alesina & Wagner (2006) usaram medidas do banco de dados Business Environment Risk Intelligence (BERI) e dados fornecidos pelo Banco Mundial

Para tanto, a presença de mercados paralelos associada com fracas instituições tende a dificultar o governo a manter um controle sobre a taxa de câmbio.

A hipótese estudada sobre a qualidade das instituições ainda afirma que países com boas instituições apresentam medo de flutuar – *fear of floating* – ao anunciar que adotam um regime cambial de flutuação, mas paralelamente controlam ativamente e limitam a volatilidade da taxa de câmbio. Esse tipo de comportamento é associado com a visão de que renegar o compromisso de fixar a moeda seria uma atitude típica de países com baixa qualidade institucional política, portanto, países mais ricos e desenvolvidos procuram evitar grandes flutuações e tendem a mostrar rigor na condução de seus arranjos cambiais para aumentar sua credibilidade. Em prol de evitar grandes flutuações na taxa de câmbio, especialmente desvalorizações, esses países apresentariam uma rigidez cambial maior para que os mercados entendessem como um sinal de estabilidade monetária, de acordo com Alesina & Wagner (2006).

Outra discussão pertinente levantada sobre a relação entre a caracterização do quadro institucional dos países e a escolha do regime cambial mais adequado é feita por Calvo & Mishkin (2003) ao argumentarem que características da economia do país podem predispor o mesmo a favor de deixar sua taxa de câmbio flutuar, ou partir para impor algum regime intermediário como bandas cambiais. O foco dos formuladores da política econômica dos países emergentes deveria ser o desenvolvimento de instituições financeiras, monetárias e fiscais de qualidade, e não gastar tanta atenção na seleção do tipo de regime de câmbio. Para os autores, os países emergentes primeiramente deveriam efetuar reformas institucionais para aumentar a confiança dos mercados e sociedade, fortalecendo-os frente a crises, para depois analisar qual arranjo cambial seria o mais apropriado devido as suas condições econômicas. Assim, procura-se estabelecer se há uma relação de causalidade entre a saúde das instituições macroeconômicas e a preferência por taxas de câmbio fixas ou flutuantes.

Calvo & Mishkin (2003) identificam diversos aspectos institucionais comuns aos países emergentes, como: instituições monetárias, financeiras e fiscais fracas; dívida tomada em moeda estrangeira (dólar); e vulnerabilidade a uma reversão no fluxo de capitais externos. Em vista dessas características, os autores argumentam que ao invés de focar na escolha do regime cambial, o desenvolvimento de melhorias nas instituições supracitadas proveriam resultados que limitaria o nível de passivo em moeda estrangeira mantido pelo país, como também fortaleceria a economia para ataques especulativos que pudessem ocorrer. Nenhum

regime cambial por si só seria o suficiente para prevenir o acontecimento de crises, contudo, a escolha de tal regime deve ser feita para melhor adequar-se de acordo com instituições econômicas e características da economia do país.

Os autores enfatizam que existem custos e benefícios elencados com cada arranjo cambial adotado, considerando argumentos a favor de taxas de câmbio fixas e flutuantes para as características específicas inerentes a economia de cada país, e que a escolha do regime cambial mais adequado varia caso a caso, especialmente ao tratar-se de nações emergentes: “*Instead, an informed choice of Exchange rate requires a deep understanding of a country’s economy, institutions, and political culture*” (op. Cit, pág. 28).

Essa opinião é compartilhada por Husain, Mody & Rogoff (2004) que afirmam que, a escolha do regime de câmbio mais apropriado e o quanto duradouro este será, dependerá de quanto desenvolvida a economia do país está e o quanto maduras suas instituições são. Em sua pesquisa, para os países emergentes, aqueles que têm maior acesso aos fluxos de capitais estrangeiros, regimes com algum controle sobre a taxa de câmbio apresentaram taxas menores de inflação, contudo, nestes casos de regimes com elevado controle sobre a flutuação da taxa cambial, estes foram os que demonstraram maior probabilidade para vivenciar crises cambiais.

Para os autores, a rigidez na taxa de câmbio é entendida como uma incapacidade para se adaptar a turbulências que possam surgir e, portanto, os empresários e agentes financeiros agem especulativamente no mercado sob o incentivo de que as taxas de câmbio são controladas e não sofrerão flutuações. O câmbio fixo propõe a vantagem da estabilidade macroeconômica através de taxas de inflação mais baixas, porém, pode trazer uma maior vulnerabilidade a ataques especulativos e crises financeiras.

Essa propensão dos regimes cambiais mais rígidos a crises em comparação a regimes flutuantes, principalmente em economias emergentes com um maior grau de integração internacional, também é verificada através de uma análise estatística realizada por Bubula & Otker-Robe (2003). Os países estando mais vulneráveis a choques nos fluxos de capitais e adotando regimes *pegged*, com certo controle sobre suas taxas de câmbio, seriam mais suscetíveis a turbulências e grandes desvalorizações na sua moeda.

CAPÍTULO 2

A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E OS EFEITOS SOBRE A ECONOMIA INTERNACIONAL

O mundo capitalista sofreu diversas crises cambiais e financeiras ao longo do século XX, cada uma com suas peculiaridades e tendências, sempre apresentando novas características e novos impactos na esfera do mercado financeiro. Entre 2007 e 2008, devido à queda dos preços das hipotecas sofridas no mercado imobiliário americano, a economia mundial deparou-se com a iliquidez de grandes bancos comerciais e de investimentos. Outra vez, os mercados financeiros impactaram o nível de atividade econômica mundial, através do aumento da inadimplência e da desvalorização do preço nos ativos lastreados em hipotecas de alto risco e outros títulos de crédito. A partir do contexto acima descrito, este capítulo pretende apontar as principais características e tendências da crise financeira recente.

O presente capítulo está organizado da seguinte forma. Na seção 2.1, apresenta-se, a nova arquitetura financeira mundial derivada através das inovações financeiras que criaram os mecanismos que propagaram a crise de 2008²² por todo o mundo. Passa-se, na seção 2.2, a uma discussão sobre a ausência da regulação em cima do mercado financeiro. A seção 2.3 é iniciada contemplando as hipotecas *subprime* americanas e como se deu o princípio da crise financeira nos Estados Unidos. Realiza-se, então, uma abordagem sobre a dinâmica da securitização dos títulos que levaram a turbulências no mercado financeiro mundial. Na seção seguinte, trata-se de ações tomadas para administrar a crise e evitar a sua propagação (seção 2.4). Por sua vez, a seção 2.5 traz uma explanação do desencadeamento da crise e de como esta atingiu grandes instituições financeiras. Avalia-se, por fim, as consequências sofridas nas economias americana e europeia devido a crise ter saído da esfera financeira e chegado a atingir a economia real dos países e o seu crescimento econômico (seção 2.6). Como fechamento do capítulo, são tecidas algumas considerações finais sobre o assunto.

22 Neste trabalho padroniza-se o ano de acontecimento da crise como sendo de 2008, conforme abordagem adotada por Krugman (2009), já que existe discordância acerca desta data.

2.1 AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS E OS NOVOS MECANISMOS QUE LEVARAM À CRISE

De acordo com Cardim de Carvalho (2008), a última década do século XX marcou o mercado financeiro norte-americano em duas vertentes. Primeiramente, a inflação doméstica encontrava-se baixa, resultado das duras políticas monetárias adotadas na década de 80. Numa segunda instância, acontecia intensa competição entre bancos e outras instituições financeiras devido a um quadro de desregulamentação financeira, em virtude da liberalização no contexto da revolução conservadora liderada por Ronald Reagan e Margareth Thatcher. Este movimento ampliou as possibilidades de escolha das instituições financeiras em relação aonde e como operar, o que permitiu a entrada em mercados que eram tradicionalmente reservados aos grandes bancos comerciais.

Na década de 90, o sistema financeiro foi marcado por fortes pressões competitivas, com financeiras tomando o espaço de bancos e vice-versa, e pela prática de baixas taxas de empréstimos a firmas, consumidores e governos, gerando ganhos relativamente pequenos dos mercados bancários tradicionais. Além disso, a globalização financeira permitiu a ampliação da área de atuação das instituições financeiras, ultrapassando as fronteiras nacionais, o que aumentou a competição nos mercados domésticos, especialmente o norte-americano (CARDIM DE CARVALHO, 2008).

Influenciados por este contexto, bancos e financeiras passaram a atuar em mercados mais promissores, que prometiam maiores lucros, mas também apresentavam maior risco. Este modo de investimento mais arriscado impulsionou a criação de novos instrumentos na tentativa de evitar esses riscos (ou apenas para sugerir que evitavam tais riscos) e viabilizar a exploração desses segmentos (CARDIM DE CARVALHO, 2008).

No momento em que a principal economia mundial, a americana, na segunda metade da década de 2000, estava vivenciando um período de otimismo econômico (com taxa de inflação e desemprego baixa e taxa de crescimento estável), o mercado de habitação passou a ser bastante promissor, alimentado pelo crédito, e apresentando preços de imóveis sempre em crescimento. Tal tipo de mercado encontrava-se altamente especializado, oferecendo aos seus devedores diversas fontes de financiamento, não sendo necessárias, em alguns casos, muitas garantias para poder comprar a sua habitação (BORÇA JUNIOR & TORRES FILHO, 2008).

Pessoas com poucas qualificações, e até mesmo endividadas, possuíam um amplo leque de opções de ativos para comprar e opções de financiamento imobiliário, que facilitavam assim chegar mais perto da sonhada casa própria. Instrumentos como hipotecas com taxas mais baixas no começo do contrato e elevadas posteriormente, ou empréstimos concedidos para pessoas que não tinham possibilidade de dar nenhuma garantia bancária, o conhecido *Ninja*²³, foram criadas para incentivar o consumo das famílias americanas e estimular o mercado imobiliário. O mercado imobiliário americano vivenciou período de elevado crescimento, ao incorporar como tomadores, indivíduos sem histórico de crédito, ou que apresentavam risco de inadimplência.

A alta dos preços das moradias em razão de maior demanda, associada às taxas de juros mais baixas nos Estados Unidos devido à política monetária que vinha sendo conduzida, fez com que o mercado de ativos, especialmente o imobiliário, se tornasse um bom investimento. Em um cenário de taxa de juros reduzida, o mercado de crédito passou a oferecer taxas de financiamento mais atrativas, o que estimulou o consumo, especialmente do mercado habitacional. Para atrair mais capital para o mercado financeiro, este passava por um intenso processo de modernização, com a securitização de crédito, onde se procurava diminuir o risco dos ativos tomados naquele setor. Esta inovação financeira resultou em um aumento de crédito no mercado, o que incentivou a elevação no preço das habitações.

A proliferação dos produtos estruturados advindos da securitização tornou-se possível através da constituição de um “sistema bancário global na sombra”, o chamado *global shadow banking system*. Este sistema seria composto pelas instituições financeiras não bancárias, que desempenhavam um papel semelhante ao dos bancos comerciais sem estarem submetidas à estrutura regulatória existente e, por conseguinte, sem dispor da necessidade de reservar os coeficientes de capital para suas transações. Os “não-bancos” agiam como bancos comerciais, ao descascar prazos em ativos lastreados em crédito, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancados e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Como estas instituições não sofriam supervisão das autoridades competentes, elas também não tinham acesso às operações de redesconto e às linhas de empréstimos de última instância dos

23 Termo em inglês originado da expressão: *No Income, No Job, No Asset*. Refere-se às pessoas que não tinham como declarar renda, emprego ou patrimônio.

bancos centrais, o que as tornavam bastante vulneráveis a uma corrida dos investidores para sacarem suas aplicações (FARHI, 2011).

A securitização caracterizava-se pela criação e negociação de títulos chamados *collateralized debt-obligations* (CDOs) – em tradução literal: “títulos garantidos por dívidas”. Na securitização de múltiplos recebíveis, combinava-se um conjunto de ativos com pouca ou até mesmo nenhuma relação entre si, como debêntures, dívidas de cartão de crédito e hipotecas, para juntos criarem um novo ativo como título de dívida, possuindo um risco menor, lastreado naqueles títulos de crédito. Desta maneira, investidores que não comprariam aqueles primeiros ativos separadamente por causa de suas características e do risco que apresentavam, agora tinham no seu *portfolio* um novo ativo menos arriscado, que oferecia uma lucratividade menor para ele, porém mais vantajoso para o banco que o emitiu (CINTRA & CAGNIN, 2007).

Após a criação destes novos instrumentos financeiros, os mesmos foram divididos em tranches, cada um com seu nível de risco e obrigação. Cada tranche possuía uma classificação dada pelas agências de *rating* (agências de classificação), de acordo com sua qualidade proveniente da exposição ao risco do incumprimento dos ativos em sua composição, sendo vendido para o tipo de perfil de investidor que se encaixava melhor. Cintra e Cagnin (2007) afirmam que as combinações de ativos para formalização e alavancagem de novos CDOs foram feitas de maneira que ativos de elevado risco, como hipotecas *subprime*, compusessem novos instrumentos classificados pelas agências de classificação de risco como alto grau de investimento, deixando-os mais atrativos. Logo, investidores que não eram propensos ao risco passaram a adquirir títulos lastreados em investimentos que eles normalmente não adquiririam. Produtos estruturados estavam lastreados em diversas operações de crédito, onde devido a sua constituição, conseguiam multiplicar e replicar o risco de crédito por um fator desconhecido, e assim redistribuí-lo dentre a gama de novas instituições financeiras existentes.

O tranche dito mais seguro era o conhecido como “*super senior tranche*”, ou de *rating* AAA, que oferecia a taxa de retorno mais baixa, mas em caso de falência, seria o primeiro que poderia ser resgatado. O “*junior tranche*” seria o mais arriscado, sendo pago apenas quando todos os outros tranches conseguissem ser resgatados. O chamado “*mezzanine*” era o tranche intermediário, aquele que suportava o esgotamento dos recursos após o pagamento do tranche superior, ficando acima apenas do “*junior*”. Portanto, quanto

maior a exposição ao risco, maior a taxa de juros associada ao tranche, e menor seria seu *rating* de classificação no mercado de investimentos (BRUNERMEIER, 2008).

As agências de classificação de crédito atribuíam o *rating* AAA ao tranche “*sênior*”, pois esta seria a cota com mais privilégios. Ela teria prioridade no pagamento dos recebíveis, o que a tornava mais segura frente às outras cotas. Logo, altos investidores buscaram aumentar seu *portfolio* com CDOs de classificação *Triple-A*, já que estes estavam rendendo mais que títulos comuns (frente à taxa de juros americana baixa). Estes novos produtos financeiros acabavam também recebendo melhores classificações das agências de *rating*, pois essas recebiam mais caro para classificarem esse tipo de produto. As próprias instituições financeiras emissoras dos títulos eram as que contratavam as agências para classificá-las e não os investidores, impossibilitando as agências de fazerem uma avaliação limpa e objetiva (BRUNERMEIER, 2008).

Esse esquema de financiamento estruturado (“*structured finance*”) possibilitou aos bancos aumentar seus lucros, ao criarem os chamados “*Special Purpose Vehicle*” (SPV)²⁴ ou “*Special Investment Vehicles*” (SIV): como pessoas jurídicas que emitiam títulos de crédito de curto prazo e usavam os recursos provenientes dessas vendas para adquirir títulos estruturados. Essas instituições não apareciam nos registros contábeis dos balanços dos bancos que as criavam e não estavam sob a regulação bancária habitual. Agiam como intermediários financeiros dentro do *global shadow banking system* ao usar seus recursos de curto prazo para assumir a contraparte das operações dos bancos, seja ativamente no mercado de derivativos (ao vender proteção contra riscos de crédito, assumindo consequentemente posição vendida e expondo-se “sinteticamente”), seja agindo na outra ponta, através dos produtos estruturados, ao comprar os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos concedidos (FARHI & CINTRA, 2009).

Esses SPVs vendiam títulos de curto prazo, chamados de “*asset-backed commercial papers*” (ABCP): títulos que têm seus rendimentos baseados nas receitas advindas de hipotecas e empréstimos com poucas garantias concedidas. Porém há uma discrepância entre o prazo de pagamento destes ABCPs e a data de vencimento dos investimentos onde estes

24 Autores como Guttman (2008) e Cintra & Cagnin (2007) intitulam essas novas instituições de “*Structured Investment Vehicles*” (SIVs), tradução literal “Empresas de Investimentos Estruturados”, enquanto Alexandre *et. al.* (2009) nomeai-as de “*special purpose vehicle*” (SPV). Durante todo este trabalho serão usadas as duas nomenclaturas.

estão lastreados. O esquema destes SPVs era chamado também de “*off-balance sheet*”, por serem instituições não contabilizadas dos bancos comerciais, criadas fora dos balanços patrimoniais. Os SIVs adquiriam os títulos de maior risco, como MBS, ABS e CDOs²⁵, através dos recursos vindos da emissão de títulos corporativos, os quais eram vendidos globalmente. Nesse processo, os bancos limpavam seus balanços e podiam elevar o nível de crédito sem comprometer as regras da Basileia II²⁶.

A lucratividade dos bancos era oriunda da repetição deste processo várias vezes e o aumento da alavancagem não podia ser registrada nos balanços, uma vez que instituições não bancárias estavam adquirindo os títulos securitizados e os títulos corporativos dos SIVs. Esses veículos acabavam financiando operações de longo prazo, através da emissão de papéis de curto prazo, mesmo sem serem tecnicamente instituições provedoras de crédito.

O aumento de emissão de ABCPs estava contribuindo para o aumento do risco de iliquidez no mercado, já que a qualquer momento os investidores poderiam parar de comprar os ABCPs e procurar resgatá-los com a intenção de ter acesso ao seu dinheiro. Como consequência, os *off-balance sheet* veículos teriam que rolar suas dívidas de curto prazo que estavam atreladas a investimentos comprometidos por anos.

A inovação que vinha sendo desenhada na arquitetura financeira global criou também o derivativo de crédito chamado “*credit default swap*” (CDS), que seria uma proteção comprada pelo investidor para se assegurar caso outro título dele não fosse pago. Ou seja, a intenção de comprar CDSs seria para assegurar-se em caso de inadimplência em algum tranche ou título, já que ele recebia uma taxa se tal fato ocorresse. Um investidor com pouca disposição ao risco, poderia apenas comprar CDOs de tranches *seniors* e vinculá-los a CDSs,

²⁵*Mortgage-backed securities* (MBS) são títulos garantidos por empréstimos hipotecários, cujos rendimentos dependem das receitas geradas por um conjunto de créditos à habitação. Em tradução literal, “*Asset-backed securities*” (ABS) seria o equivalente a valores mobiliários lastreados em ativos. CDO, por sua vez, já foi traduzido em nota de rodapé da introdução (página 3).

²⁶ O Acordo da Basileia foi criado em 1988, oficialmente denominado *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, para definir regras de segurança para os mercados bancários com a intenção de criar requisitos de capital para manutenção das instituições financeiras como ferramenta para enfrentar o risco de crédito. Posteriormente, o Acordo de Basileia II, de 1999, teve como intenção estabelecer critérios mais adequados associados às operações financeiras no mercado internacional para estabelecer medidas mais precisas na quantificação dos riscos adotados pelos bancos em todo o mundo (BCB, 2014).

para elevar o *rating* daquele primeiro. Para FARHI (2011, p. 20), os derivativos de crédito podem ser definidos como:

(...) compromisso para liquidação diferida entre o agente que quer contratar seguro, transferir ou gerir risco de crédito (o “comprador de proteção”) e outro agente (o “vendedor de proteção”) que aceita, em troca de um fluxo de renda, assumir o risco de ter de reembolsar um crédito afetado pelos “eventos” estipulados em contrato. Decorre dessa definição que o risco desses derivativos envolve o principal da operação, enquanto nos demais o risco está na margem (vender mais barato que comprou ou comprar mais caro que vendeu).

A criação e o crescente uso de derivativos de crédito como produtos estruturados ampliaram de modo significativo os riscos agregados presentes nos mercados de balcão e trouxeram à tona novas técnicas de gestão de risco de crédito. Isto se deu através da utilização dos mecanismos de *swaps*, que permitiu que os bancos tradicionais retirassem riscos de seus balanços, ao passo que as instituições financeiras não bancárias do *global shadow banking system* passaram a desenvolver novas maneiras de assumir exposição aos riscos e obter rendimentos do mercado de crédito. Descrevendo de modo mais específico o funcionamento dos CDSs- *swaps* de inadimplência de crédito, estes foram instrumentos criados para transferir o risco de crédito entre o agente que adquire proteção e a contraparte que a vende. Ao comprar a proteção através do CDS, o detentor paga um prêmio para proteger sua carteira de crédito. Assim, o vendedor assume o compromisso de pagar o valor do contrato caso ocorra algum evento, como inadimplência ou falência à redução da classificação de crédito, que afete a carteira que o detentor protegeu com a compra do CDS (FARHI & CINTRA, 2009).

O instrumento mais importante para a crise financeira de 2008, criado através dos CDOs, foi o chamado “*mortgage-backed securities*” (MBS) – securitização de hipotecas – que eram títulos emitidos pelas instituições não bancárias, vinculadas ao lucro gerado pelo pagamento de créditos de hipotecas de diferentes riscos concedidos a outros devedores. Estes créditos vinham sendo cedidos, com mais intensidade, na década de 2000, através do segmento “*subprime*” no mercado imobiliário. Ou seja, pessoas que antes não possuíam características financeiras necessárias para obter empréstimos, agora podiam assumir a hipoteca da sua casa, mesmo sem apresentar capacidade suficiente para cumprir seus termos. Isto acontecia porque alguns tipos de empréstimos passaram a não solicitar mais o pagamento da entrada, ou reduziram-na, como também passaram a prender as famílias em prestações superiores à sua capacidade de pagamento (ALEXANDRE et al., 2009).

2.2 A FRACA REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO

A engenharia financeira que permitiu a securitização de títulos, conforme a seção 2.1., criou inovações não sujeitas à regulação e supervisão bancária, proporcionando a construção de uma configuração opaca do sistema bancário americano. A partir de novas redes de intermediação financeira, geradas em prol do aumento de crédito, bancos não comerciais assumiram e executaram as funções dos bancos comuns, especialmente ao tratar-se de empréstimos concedidos ao mercado habitacional. Toda essa inovação advinda do uso da securitização foi criada com intenção de fugir das restrições reguladoras que atuavam sobre os bancos tradicionais. Havia a crença de que os mercados se autorregulavam e que as instituições participantes controlavam-se entre si, sem a necessidade da ação de regulamentação externa.

Bancos comerciais tradicionais são submetidos a um elevado nível de regulação, tendo de financiar seus empréstimos através de depósitos compulsórios e cumprir com acordos de regulação internacional (como o Acordo da Basileia I e II), precisando manter certo nível de liquidez referente aos títulos emitidos. Já as novas operações financeiras que vinham sendo concretizadas no mercado americano, eram operacionalizadas pelos chamados “não-bancos”, que não sofriam regulação do “*Federal Reserve*” e, portanto, alimentavam o “*global shadow banking system*” – atividade bancária oculta²⁷. Ao passo que essas novas instituições financeiras não sofriam controle direto dos órgãos competentes e das normas da Basileia, não precisavam fazer reserva de capital de suas operações, mas por outro lado, não tinham acesso às operações de redesconto e/ou seguros de depósitos concedidos pelas autoridades monetárias americanas aos bancos tradicionais (FAHRI & CINTRA, 2009; FARHI, 2011).

Procurando alavancar suas operações sem ter que manter elevados coeficientes de capital próprio, como requerido pela Basileia, os bancos tradicionais passaram a usar maneiras de retirar os riscos de seus balanços. Essas medidas só eram factíveis porque havia

27 “Mas, quando estes mercados de balcão passaram a negociar derivativos de crédito e títulos oriundos da securitização dos créditos concedidos pelos bancos comerciais, combinados com algum tipo de derivativos que recebem o nome genérico de “produtos estruturados”, o sistema bancário e o *global shadow banking system* se interpenetraram de modo quase inextricável” (FAHRI & CINTRA, pág. 283, 2009).

instituições interessadas em assumir a outra ponta da operação e tomar o risco contra um lucro elevado. As instituições financeiras citadas acima podiam, então, captar recursos emitindo títulos de curto prazo e comprar títulos de longo prazo securitizados com lastro em créditos emitidos pelos bancos e/ou vender a estes proteção contra os riscos de crédito para reproduzir “sinteticamente” uma operação de crédito. Deste modo, os mercados de balcão passaram a ser fonte de financiamento para as instituições financeiras, que através deles conseguiam negociar ativos e passivos (FAHRI & CINTRA, 2009).

A vulnerabilidade à qual o sistema financeiro americano estava submetido, devido ao “*shadow banking*” e a criação deste sistema bancário paralelo, ficava nítida ao se observar o fato de que as novas instituições financeiras não sofriam regulamentação bancária e baseavam seus riscos em investimentos com discrepâncias de vencimentos (descasamento), o que não garantia liquidez às operações. Enquanto os bancos tradicionais precisavam ter um saldo que correspondesse a uma porcentagem das operações que realizavam, essa garantia bancária não era necessária quando os bancos criaram os SPVs. Estes últimos adquiriam títulos securitizados através da emissão de títulos corporativos e *comercial papers* sem demandar que fosse mantido nível correspondente de margem de garantia.

De acordo com Brunermeier (2008), os bancos comerciais foram capazes, então, de livrar a regulação bancária quando transferiam uma gama de empréstimos para os veículos *off-balance sheets*, conseguindo que as agências de *rating* classificassem aqueles créditos como AAA, e ainda, fizessem com que eles não precisassem garantir uma porcentagem do valor emprestado para estar de acordo com as leis que os controlavam.

2.3 HIPOTECAS SUBPRIME E O INÍCIO DA CRISE FINANCEIRA

Com base na Tabela 1, pode-se verificar nos Estados Unidos, entre 2001 e 2006, o aumento da emissão de hipotecas *subprime*, e dentro delas uma maior participação das hipotecas securitizadas. O crescimento de hipotecas *subprime* era reflexo do aquecimento que o mercado imobiliário vivenciava naquele momento, devido aos altos preços oferecidos pelas moradias americanas. Nesse contexto, pessoas de baixa renda, que não apresentavam toda a documentação necessária ou até mesmo renda suficiente para pagar as prestações assumidas,

tinham agora acesso ao crédito imobiliário. Vale ressaltar que a maioria destas operações não contavam com as garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo dos Estados Unidos a empréstimos residenciais, por conta do elevado risco de concessão de tal crédito (TORRES FILHO, 2008).

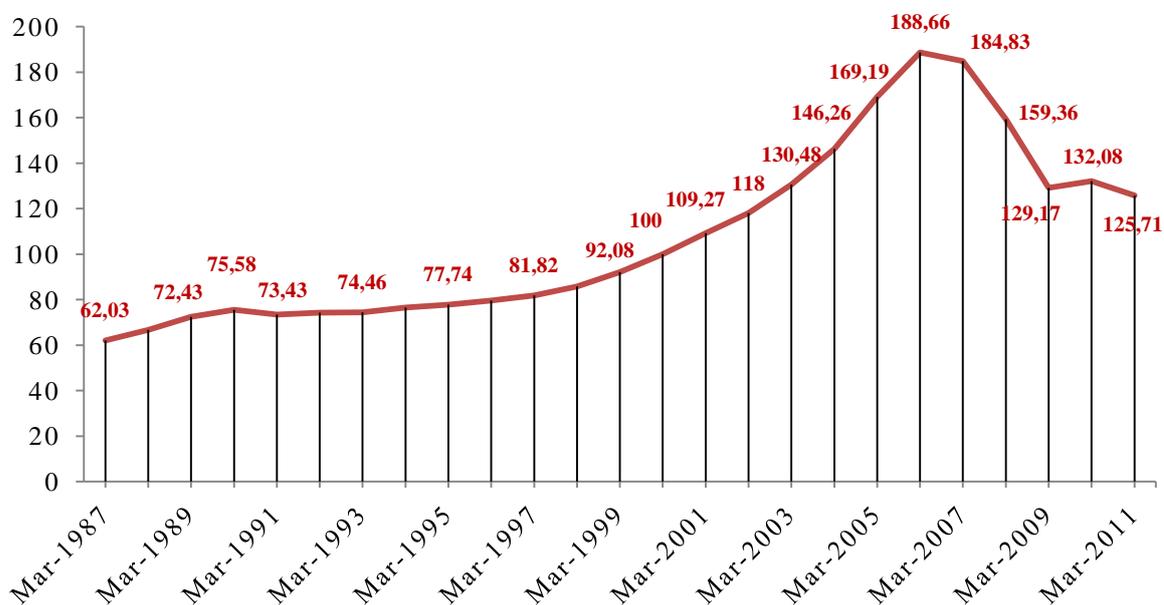
Tabela 1- Hipotecas Emitidas nos EUA (em US\$ bilhões): EUA, 2001-2006

Anos	Hipotecas Emitidas (A)	Hipotecas <i>Supprime</i> (B)	(A) / (B) %	Hipotecas <i>Supprime</i> Securitizadas (C)	(C) / (B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: *Inside Mortgage Finance, The 2007 Mortgage Market Statistical Annual, Top Subprime Mortgage Market Players Key Data* (2006).

Como mostra o Gráfico 1, os preços dos imóveis nos Estados Unidos dispararam no final da década de 90 e principalmente no início da década de 2000, o que incentivou o aumento da concessão de crédito imobiliário no segmento “*subprime*” e a emissão dos MBSs. Com o valor maior dos imóveis, e em crescente ascensão, as famílias passaram a querer entrar no mercado imobiliário e alimentar essa bolha que estava para explodir, acreditando que “(...) a subida do preço da habitação permitia a quem pediu emprestado e não conseguia cumprir o plano de pagamentos vender a habitação a um preço superior àquele a que tinha comprado, pagar o banco e ainda lucrar” (ALEXANDRE et al., 2009, p. 36).

Gráfico 1-Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos Estados Unidos de 1987 a 2011 (1º Trimestre de 2000 = 100 – Dados até Março de 2011)



Fonte: *S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index*²⁸

Portanto, o credor não se preocupava se o devedor tinha ou não condições de pagar o financiamento tomado para quitar o imóvel, pois acreditava na valorização futura do preço daquele. Com o aumento do valor do imóvel, o comprador poderia acabar tomando outro empréstimo para quitar o primeiro, e pagá-lo com a diferença do valor da venda da casa hipotecada, ou seja, ele poderia refinanciar o próprio bem com o aumento do preço do imóvel.

A securitização dos produtos financeiros vinculados ao mercado imobiliário permitiu que o risco fosse assumido pelo grupo de investidores que estivesse mais disposto para tal, assim como a pagar por taxas de retornos consequentemente maiores. Investidores que antes não podiam ter acesso a esse tipo de mercado passaram a ter indiretamente. Este novo esquema de financiamento também fez com que os padrões na concessão de empréstimos e a

28 Os índices *S &P/Case-Shiller* de preços de imóveis são as principais medidas para preços de imóveis residenciais americanos, acompanhando as mudanças no valor dos imóveis residenciais, tanto a nível nacional, bem como em 20 regiões metropolitanas dos EUA. Para a configuração deste gráfico foi utilizado o índice *S & P/Case-Shiller U.S.National Home Price*, calculado trimestralmente, que é uma composição de índices de preços para casas de uma única família, dentro das nove divisões do censo dos Estados Unidos.

qualidade do crédito concedido piorassem, já que grande parte do risco era tomada pelas novas instituições financeiras, enquanto que os bancos apenas concediam os empréstimos, e repassavam para os investidores (BRUNERMEIER, 2008).

O esquema de securitização explicado anteriormente foi a forma encontrada para financiar o aumento de concessão de empréstimos *subprime*. Os bancos emitiam e vendiam títulos de crédito no mercado de capitais, que eram derivados de títulos de dívida advindos dos referidos empréstimos, transferindo o risco do incumprimento dos mesmos para aqueles investidores que compraram os títulos. O crédito imobiliário foi incentivado, mesmo prejudicando a qualidade do empréstimo que era concedido, e inundando o mercado habitacional de financiamentos tomados por devedores com poucos requisitos para quitá-los.

Os bancos estavam preocupados em como criar mais créditos, para então poderem titularizá-los (modelo de criação de ativos chamado de “*originate and distribute*”), transferi-los para as SIVs e estas venderem os títulos para mais investidores. Consequentemente, os bancos procuraram aumentar a emissão de empréstimos, inclusive no segmento *subprime*, não levando em consideração a qualidade do devedor, para ter em mãos mais créditos e poder fazer uso da securitização. Borça Junior & Torres Filho (2008, p.136) relatam como foi possível realizar o crescimento do processo de securitização dos créditos *supprime*:

“As instituições financeiras, mediante a utilização de modelos do tipo Originação & Distribuição (O&D), atuavam como originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários e, simultaneamente, como distribuidores do risco ao securitizarem tais créditos e vendê-los no mercado de capitais a investidores institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds* etc. Havia, nesse sentido, não apenas maior grau de alavancagem das instituições financeiras, mas também a disseminação dos riscos em escala sistêmica.”

O acentuado crescimento do processo acima mencionado pode ser verificado ao analisar a Tabela 1. O percentual da emissão de hipotecas *supprime* securitizadas sofreu aumento, mostrando um salto de 50,4% em 2001 para 80,5% em 2006. Este tipo de financiamento passou a ser grande atrativo no mercado financeiro frente aos juros baixos aplicados pelo governo americano, tendo a emissão de MBSs aumentada de US\$ 500 bilhões na década de 1990, para US\$ 1.500 bilhões depois de 2002. A atratividade dos MBSs também é percebida pelo rendimento que estes ofereciam: em 2006, um título MBS considerado mais arriscado, sem estar vinculado a nenhum CDS, composto apenas por hipotecas *subprime*, conseguia alcançar 15% (GUTTMANN & PLIHON, 2008).

Com base nos dados apresentados na Tabela 1, constata-se o auge do mercado imobiliário dos EUA no ano de 2003, com a emissão de US\$ 3.945 bilhões em novas hipotecas. Contudo, segundo Borça Júnior & Torres Filho (2008), deve-se atentar a relevância apresentada pelo segmento *subprime* a partir de 2004, em relação à maior emissão de novas hipotecas e ao uso do processo de securitização, na manutenção do crescimento do ciclo imobiliário. Logo, conforme apontado pelos autores, a continuação do *boom* do mercado imobiliário americano deu-se pela constante cessão de novos financiamentos aos tomadores com menor capacidade de pagamento.

Mian e Sufi (2008) analisam o efeito da expansão na oferta de crédito hipotecário ao pesquisar a variação da demanda por hipotecas entre os códigos postais americanos desde a década de 90 até o segundo trimestre de 2007. O processo de securitização no setor hipotecário incentivou a oferta de crédito nos anos 2001-2005, levando a valorização dos preços dos imóveis e o crescimento da inadimplência das hipotecas. A elevação na taxa de descumprimento dos contratos hipotecários representou perdas significativas para os investidores desse tipo de operação, especialmente no segmento *subprime*. A expansão da oferta foi intensamente direcionada aos clientes *subprime* que eram tradicionalmente mutuários marginais incapazes de acessar o mercado de hipotecas. A mudança na oferta de empréstimos hipotecários, conseqüentemente, levou a um rápido aumento do perfil de risco dos mutuários e o incremento da inadimplência. Esse cenário pressionou o setor imobiliário e gerou turbulências nos mercados financeiros.

Após contínuo período de crescente aumento no preço da moradia nos Estados Unidos, a partir de 2006, tal número começou a cair²⁹, e junto com os maiores níveis de inadimplência, foram fatores que proporcionaram as condições para o estouro da bolha habitacional. Os devedores já não tinham mais condições de liquidar as suas hipotecas. Os preços tornaram-se tão caros que, mesmo com todas as facilidades de empréstimos que eram concedidas, as famílias não conseguiam mais comprar imóveis, o que fez desencantar a euforia imobiliária que havia sido construída. As vendas dos imóveis diminuíram, o setor de construção sofreu um desaquecimento e os mutuários viram as taxas dos seus empréstimos serem reajustadas, impossibilitando-os de quitarem suas hipotecas (KRUGMAN, 2009).

29 Este dado também pode ser observado no Gráfico 1.

Krugman (2009) cita também a dificuldade de se executar uma hipoteca que não conseguiu ser liquidada pelo seu proprietário. Com a inadimplência aumentando nos empréstimos hipotecários, já que a demanda por residências começou a cair, e o mercado imobiliário entrou em decadência, os credores teriam que procurar executar as hipotecas daqueles imóveis dados em garantia. Contudo, foi verificado que no cenário de crise financeira que estava sendo enfrentado, a execução de uma hipoteca além de tomar tempo, implicava em outros fatores, como despesas processuais, o retorno do imóvel para as mãos do credor, e o realocamento deste no mercado para venda, além dos custos extras de manutenção do imóvel durante o processo de execução. Todos os custos envolvidos no processo acabavam gerando um prejuízo para o credor, que conseguia apenas recuperar parte do valor do empréstimo anteriormente feito. Todos esses fatos, em conjunto, incentivaram ainda mais a queda nos preços dos imóveis.

A partir de 2007, diversos eventos no mercado financeiro acabaram por estremecer a confiança no sistema bancário. O abalo que era sentido no setor imobiliário foi transferido para a atividade econômica como um todo, mostrando, com isso, como decisões tomadas pelas empresas do mercado de crédito podem ter um impacto geral na economia. O fato é que a crise de 2008 teve suas raízes na queda dos preços dos imóveis americanos, o que conduziu ao aumento da inadimplência dos empréstimos *subprime*, especialmente os tomados por devedores que não tinham as melhores condições de crédito para liquidá-los (TORRES FILHO, 2008). O prejuízo estava sendo não só de quem emprestou para financiar as hipotecas, mas também de quem investiu nos títulos estruturados, o que demonstra como o sistema financeiro global estava interligado. Adiante verifica-se que a crise não se limitou apenas ao mercado imobiliário e à desaceleração dos preços dos imóveis.

A queda no preço das moradias americanas impactou o segmento de financiamento de habitações. Os preços mais altos dos imóveis e o reajuste das taxas dos contratos de financiamento provou que os mutuários não tinham condições de liquidar suas dívidas e, muito menos, renegociar as taxas de juros que vinham sendo reajustadas para cima. Diante da dificuldade para o refinanciamento e o não pagamento daqueles empréstimos, o mercado financeiro ficou exposto à queda no preço dos ativos. A inovação dos produtos estruturados acabou gerando instrumentos opacos e risco de iliquidez no mercado. A alavancagem advinda destes novos produtos gerou perdas até mesmo para o investidor que procurou comprar títulos do melhor *rating* possível.

Tamanha engenharia financeira dividia a propriedade das hipotecas entre um grande número de investidores, estes com diferentes níveis de prioridade na hora de receber seus recursos de volta. Os investidores que haviam comprado as cotas preferenciais dos títulos lastreados nos empréstimos *subprime* seriam os primeiros que poderiam resgatar o dinheiro investido e o restante ficaria com os recursos que sobrassem dos fundos. Logo, em meados de fevereiro de 2007, percebeu-se que os outros cotistas teriam grande prejuízo, já que não conseguiriam resgatar por inteiro o dinheiro investido. Os MBSs deixaram de ser tão interessantes, tendo sua procura reduzida, assim como as cotas mais baratas caíram de valor. Portanto, os títulos que financiavam os empréstimos *subprime* foram deixando de ser emitidos, o que incentivou ainda mais a falência do mercado habitacional (KRUGMAN, 2009).

A nova arquitetura do sistema financeiro começou a vivenciar diversos eventos que foram abalando ainda mais a sua confiança. Em 09 de agosto de 2007, o BNP Paribas, banco francês, congelou os saques de três fundos de investimentos, lastreados em produtos financeiros estruturados. A princípio, analisou-se a crise como uma crise de iliquidez no mercado financeiro. Os investidores passaram a sacar os seus recursos, e não mais aplicá-lo em tais tipos de investimentos essencialmente alavancados, o que fez com que muitos fundos procurassem liquidar seus ativos. Aumentou-se inesperadamente a demanda por saques daqueles fundos, porém não havia oferta de recursos suficiente entre os bancos para liquidar os saques dos investidores, já que a rentabilidade diminuía e não havia mais procura para investir nesses títulos. Como muitos destes investimentos eram lastreados entre si, expôs-se a vulnerabilidade e volatilidade às quais o novo sistema financeiro estava sujeito. Os investidores perceberam que “não tinham mais acesso aos fundos de curto prazo mobilizados pela emissão de títulos comerciais lastreados em ativos” (GUTMANN e PLIHON, 2008, p. 592).

Muitos ativos tiveram que ser vendidos a preços mais baixos para poder liquidar os financiamentos tomados, desalavancando-os daqueles onde eram baseados. Como muitos desses investimentos vinham lastreados em ativos, como hipotecas emitidas dentro do segmento *subprime*, os investidores passaram a acreditar que deveriam retirar seu dinheiro de todos os tipos de fundos investidos, desfazendo suas posições principalmente nos securitizados, incentivando ainda mais a queda do preço dos ativos para valores muitas vezes

abaixo do valor de mercado. O comportamento de manada dos investidores só complicou ainda mais a falta de crédito do novo sistema bancário.

As instituições financeiras não tinham recursos para pagar os compradores dos títulos que elas haviam emitido, e estas ainda tinham que cumprir com os ativos onde estavam alavancadas. O aumento na inadimplência do mercado hipotecário nos Estados Unidos resultou numa elevação dos preços pagos pelos prêmios concedidos pelos CDSs. Conseqüentemente, pagava-se mais caro para obter uma proteção maior, à medida que se percebia o aumento do risco de crédito dos produtos comercializados no mercado financeiro. As instituições financeiras que estavam com posição vendida nos CDSs passaram a ter que pagar preços mais caros de prêmios e sofrer grandes prejuízos ao enfrentar *defaults* no principal da operação que gerou o instrumento de crédito.

O que se passou a assistir foi a queda na classificação das agências de *rating* de diversos produtos financeiros estruturados. Papéis como os ABCPs começaram a perder seu valor já em 2007, sofrendo uma enorme queda a partir de janeiro de 2008 (BRUNERMEIER, 2008). O crédito enxugou no mercado financeiro, o que demonstrou que as instituições não estavam dispostas a emprestar dinheiro entre si, em face de custos de captação maiores. O *spread* cobrado pelos bancos para emprestar dinheiro aumentou drasticamente, mostrando que não havia a menor confiança na capacidade dos bancos em cumprir com seus empréstimos.

2.4 MEDIDAS ADOTADAS PELOS GOVERNOS PARA TENTAR CONTER A CRISE

Como já ressaltado na seção 2.3, o mercado interbancário estava enfrentando uma situação chamada de “*credit crunch*”, caracterizada pela nítida redução de crédito entre os próprios bancos (chegando, em Setembro de 2007, nas maiores taxas interbancárias já registradas desde Dezembro de 1998) e, conseqüentemente, para consumidores e empresas em geral. A taxa LIBOR³⁰, usada para empréstimos entre bancos, aumentou significativamente,

30 LIBOR é a sigla para *London Interbank Offered Rate*. No mercado interbancário, os bancos assumem empréstimos arriscados de curto prazo, geralmente três meses, onde a taxa de juros são acordadas entre si. A LIBOR se dá pela média de tais taxas. A taxa estabelecida para LIBOR para daqui a três meses na data de hoje

fazendo com que os bancos centrais europeu e americano interviessem em suas economias e injetassem nelas 95 bilhões de euros e 24 bilhões de dólares, respectivamente. O banco inglês Northern Rock, especializado no crédito hipotecário, também sofreu com a falta de captação de recursos no setor interbancário e teve que recorrer ao Banco da Inglaterra. O *Federal Reserve* buscou cortar pontos na taxa de juros básica chamada de *federal funds rate*³¹ (em 18 de Setembro de 2007 diminuiu-se a taxa para 4,75%, seguida sucessivamente de maiores cortes), com a intenção de aumentar as reservas bancárias no mercado americano, já que a queda nesses juros significaria igualmente queda universal na taxa de juros, como para pessoas físicas e jurídicas (BRUNNERMEIER, 2008).

A política monetária de controle das taxas de juros e injeção de recursos adotada pelos bancos centrais dos países atingidos pela crise foi tomada com a intenção de manter a liquidez nos mercados financeiros. Outro objetivo da implantação desta política foi impedir a queda no preço dos ativos negociados e diminuir a busca pela liquidação dos *portfolios* por parte dos investidores, para que tais mercados continuassem em pleno funcionamento e não houvesse retração na atividade econômica destes países. Contudo, para Gutmann e Plihon (2008), tal decisão de socorro a bancos poderia trazer complicações, já que a garantia de ajuda cedida pelos bancos centrais poderia induzir o sistema bancário a continuar com suas operações de risco, acreditando na atuação do governo para salvamento do mercado financeiro. Ao mesmo tempo em que a intervenção governamental poderia gerar problema de risco moral, os bancos centrais não poderiam deixar de usar ferramentas para manter o nível de liquidez a fim de promover condições para recuperação econômica.

Mian & Sufi (2008) citam também a figura do risco moral quando tratam do nível de inadimplência que atingiu o mercado habitacional americano, e desenvolveu a crise financeira em 2008. A hipótese das hipotecas terem sido vendidas para investidores que não tinham relações com os devedores, através de instituições financeiras securitizadas, incentivou o aumento de *default* destas operações. Ainda na visão dos autores, o aumento nas taxas de não-

(hipoteticamente) reflete a taxa de juros esperada para os próximos três meses e o risco associado a este período de tempo. Em épocas de turbulência, como a experimentada com a crise de 2008, os bancos aumentam as taxas cobradas pelos recursos emprestados a outras instituições financeiras, o que eleva o nível da LIBOR (BRUNNERMEIER, 2008).

31 A chamada "*federal fund*", do *Federal Reserve* americano, é a taxa de juros *overnight* pela qual os bancos emprestam recursos entre eles próprios para poderem cumprir suas obrigações junto ao próprio Fed (KRUGMAN, 2009).

pagamento dos empréstimos teria acontecido porque os credores não possuíam relações diretas com os devedores, e acabaram concebendo empréstimos de baixa qualidade. O risco moral advindo da concessão de hipotecas para devedores com pouca capacidade de pagamento seria a principal causa para a elevação dos índices de inadimplência em hipotecas vendidas a investidores não filiados.

Para os autores, como estas instituições são apenas os veículos transmissores entre o devedor da hipoteca e o investidor que compra o fundo alavancado naquele empréstimo, elas não assumem grande risco caso o devedor não cumpra com o pagamento da hipoteca. Os resultados encontrados pelos autores demonstraram que os códigos postais onde as hipotecas foram vendidas para bancos comerciais não experimentaram um aumento da inadimplência e que a venda de empréstimos de baixa qualidade foi realizada para investidores não afiliados, sem as habilidades necessárias para julgar a qualidade das operações.

O encadeamento de eventos no mercado financeiro contribuiu para a piora da crise de confiança que estava sendo instalada. As grandes agências de *rating*, especialmente *Standard and Poor's*, *Fitch* e *Moody's*, eram o verdadeiro termômetro dos investidores, que usavam essas avaliações como base para tomada de decisões. Apesar de por muito tempo avaliarem positivamente os *commercial papers*, estas agências, sob a pressão do mercado, passaram a rebaixar suas classificações para níveis mais pessimistas, explicitando o verdadeiro risco que este tipo de instrumento financeiro carregava em si.

Para conter a onda de iliquidez entre os bancos comerciais, houve a necessidade de injeção de capital público na economia, para tanto, o *Federal Reserve*, entre final de 2007 (criação do *Term Auction Facility*)³² e o primeiro semestre de 2008 (criação do *Term Securities Lending Facilities*)³³, adotou políticas econômicas que buscaram incentivar a maior captação de recursos entre os bancos, permitindo que estes negociassem seus títulos mais arriscados, como os MBSs, por títulos do governo. Toda essa movimentação poderia ser feita em segredo para evitar qualquer preocupação sobre quais bancos estavam fazendo uso desta

32 *Term Auction Facility*- TAF: Consistia em leilões semanais de liquidez com o objetivo de prover reserva de segurança para instituições de depósito (IEDI, 2009).

33 *Term Securities Lending Facilities* – TSLF: Programa destinado a instituições financeiras que atuavam como *dealers* no mercado monetário com a intenção de fornecer liquidez a mercados de título, através da atuação do Fed, com a realização de empréstimos de títulos do Tesouro pelo prazo de 28 dias (IEDI, 2009).

facilidade. Como tudo foi feito sem revelar os nomes dos bancos de investimentos envolvidos, fez-se acreditar no mercado financeiro que o *Federal Reserve* tinha a informação de quais bancos estavam enfrentando pior situação e, sendo assim, o alvo passou a ser o banco de investimentos americano *Bear Sterns*, que era o que estava mais exposto a alavancagem em hipotecas (BRUNNERMEIER, 2008)

Com a desconfiança instaurada sobre a situação do *Bear Sterns*, negociações foram abertas em prol de resolver a situação do banco de investimentos em questão. O fato de outro banco de investimentos, o *Goldman Sachs*, demorar em responder se aceitava aumentar sua participação dentro do *Bear Sterns*, foi tomado como uma recusa, o que preocupou todos os investidores daquele banco. O *Federal Reserve* considerava-o “muito grande para falir”³⁴, portanto decidiu interferir no mercado financeiro, aprovando, em 17 de março de 2008, a operação de venda deste para o *JP Morgan Chase* por US\$ 236 milhões, cada ação valendo US\$ 2, emprestou US\$ 30 bilhões. A taxa de juros ainda foi cortada de 3.5% para 3.25% e o Fed criou outra facilidade, desta vez para os bancos de investimento: o *Primary Dealer Credit Facility* – PDCF, com o objetivo de incentivar a liquidez através de empréstimos *overnight*, o que ajudou temporariamente o banco *Lehman Brothers*. O mercado financeiro aceitou bem a aquisição do *Bear Sterns* pelo *JP Morgan Chase*, porém os donos de ações do primeiro saíram no prejuízo já que em meados de Outubro de 2007, as ações daquele banco eram negociadas no valor de US\$ 150 (BRUNNERMEIER, 2008).

As intervenções impostas pelos bancos centrais nos Estados Unidos e na Europa foram vistas como medidas para conter os danos advindos da crise de confiança pela qual estava passando o mercado financeiro mundial. Medidas de socorro tomadas em prol do aumento da liquidez bancária, como a redução de taxas de juros ou o incentivo para negociar ativos de alto risco por títulos do governo, ou mesmo empréstimos para aquisição de instituições que estão à beira da falência, foram atitudes tomadas pelas autoridades públicas no sentido de manter a estabilidade da economia com um todo. As autoridades econômicas buscaram a reversão das expectativas do mercado e, também, incentivar a recomposição dos *portfolios*

34 O *Bear Sterns* era um dos cinco grandes bancos de investimento americanos e, portanto, quando sua venda para o *JP Morgan Chase* sofreu interferência do *Federal Reserve* e do Tesouro Americano, foi porque estes órgãos estavam mais preocupados em minimizar o prejuízo das “contrapartes” daquele banco às instituições para quem o banco devia dinheiro ou com as quais ele havia realizado transações financeiras, do que salvar o banco em si (KRUGMAN, 2009).

para evitar uma corrida bancária em prol da liquidação de ativos e, conseqüentemente, a queda nos seus preços. O fato do Tesouro Americano ter intervindo a favor das instituições não-bancárias demonstra o enorme significado que o *global shadow banking* tinha dentro do novo sistema financeiro (CINTRA E CAGNIN, 2007).

O risco de falência enfrentado pelo *Bear Sterns* e pelo *Northern Rock* era muito alto para o mercado financeiro. Isto gerava desconfiança dentre os investidores, o que podia impactar negativamente, tanto a economia dos seus países, como o sistema financeiro mundial. Portanto, os bancos centrais americano e europeu, acreditando que essas instituições tinham um papel muito importante em suas economias e querendo proteger as contrapartes das operações, preferiram poupá-las. Contudo, não foi isso o que aconteceu com o banco de investimentos *Lehman Brothers*, já que o *Federal Reserve* não procurou intervir na falência daquele, em 15 de Setembro de 2008, pois acreditava que as conseqüências do seu colapso não seriam muito grandes. A decisão de não intervenção acabou por gerar o ápice da crise financeira neste ano, colocando todo o mundo financeiro em alerta (KRUGMAN, 2009).

Em prol de reativar o crédito e conter a deterioração da situação econômica americana, o governo dos Estados Unidos criou um plano de medidas com diversos programas de empréstimo para suporte ao sistema financeiro. Dentre estes programas, cita-se o TARP (sigla em inglês para *Troubled Asset Relief Program* – Programa de Saneamento dos Ativos Problemáticos), que foi criado no governo Bush no último trimestre de 2008, e ainda continuou no governo seguinte com algumas correções, para realizar injeção de capital público. Recursos deste programa foram destinados à compra de ações preferenciais para dar suporte financeiro a mais de 400 instituições, dentre bancos comerciais e empresas da indústria (IEDI, 2009).

Ainda em relação às ações implantadas pelo governo norte-americano para conter os efeitos da crise na sua economia, enfrentar a desconfiança que foi instaurada no sistema bancário e reativar o crédito, Farhi & Cintra (2009) e IEDI (2009) também citam o Plano de Estabilização Financeira – *Financial Stability Plan* – criado pelo Tesouro Americano, anunciado em março de 2009 no governo Obama, e suas quatro vertentes:

i) maior rigor na análise dos balanços dos bancos, através da realização de avaliações criteriosas (*stress test*) e constituição de um novo programa pelo Tesouro (*Financial*

StabilityTrust) para prover capital às instituições não-financeiras mediante a compra de ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias;

ii) estabelecimento de um Fundo de Investimento Público Privado destinado à compra de ativos tóxicos do sistema bancário;

iii) disponibilização de US\$ 1 trilhão pelo Fed para empréstimos a instituições detentoras de títulos de alta qualidade como forma de estímulo de crédito ao consumidor;

iv) direcionamento de US\$ 75 bilhões em fundos federais para amenizar a crise imobiliária ao criar uma linha de crédito direcionada a evitar a execução de mutuários atrasados, facilitando a renegociação de hipotecas, o que permitiu aliviar o ônus destas na renda das famílias.

O estudo para implementar reformas nas medidas de regulação e supervisão sobre a arquitetura do sistema financeiro existente consta como outra medida tomada pelos países para conter o avanço da crise mundial. Percebeu-se a necessidade de promover maior cooperação internacional, devido ao consenso de que um controle maior das autoridades monetárias sobre o mercado financeiro poderia prevenir outro acontecimento da magnitude da Crise de 2008. Farhi (2011) reforça que as propostas apresentadas de reforma permaneceram limitadas ao âmbito nacional, enquanto que o ideal seria que as normas de regulação e supervisão fossem adotadas internacionalmente, onde houvesse um órgão internacional responsável. Contudo, como a autora enfatiza, o próprio Estados Unidos apresentou forte resistência a tal proposta.

2.5 O APROFUNDAMENTO DA CRISE FINANCEIRA

O aprofundamento da crise ocorreu em 15 de setembro de 2008, com a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*³⁵. Esse banco fez uso das facilidades criadas pelo Fed (em especial o *Primary Dealer Credit Facility*, durante o abalo de março de 2008) para

35 Para diversos autores, como Farhi & Cintra (2009) e Krugman (2009), os primeiros sinais da crise começaram a acontecer entre 2006 e 2007.

resolver seus problemas de solvência, porém não emitiu títulos novos suficientes para manter sua posição no mercado financeiro e logo sofreu com a queda no preço de suas ações. No começo de setembro de 2008, anunciou um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões referente ao trimestre finalizado em agosto daquele ano. Vários grandes bancos foram cotados para comprar o *Lehman Brothers*, mas nenhum decidiu por isso, já que o *Federal Reserve* decidiu não dar nenhuma garantia governamental a esta operação financeira, pois acreditava que o *Lehman Brothers* tinha tido tempo suficiente para se preparar para a situação de iliquidez que estava enfrentando e que sua falência não geraria tantas perdas (BRUNNERMEIER, 2008).

A recusa do governo americano em intervir no *Lehman Brothers*, incentivou sua a declaração de falência. Este fato desencadeou mais instabilidade e desconfiança nos mercados financeiros globais e a contração da atividade econômica mundial, devido à secagem dos canais de créditos disponíveis que ainda existiam. Instaurou-se um cenário de pânico em todo o sistema financeiro, atingindo âmbito global. Foi dado, então, início a uma sequência de eventos no setor financeiro mundial, com vendas e aquisições de diversos bancos e outras instituições financeiras, e à configuração de uma crise sistêmica. A declaração da falência do *Lehman Brothers* foi seguida do anúncio da venda do *Merrill Lynch* para o *Bank of America* (FAHRI & CINTRA, 2009).

A crise também atingiu a companhia seguradora AIG e esta assistiu o preço de suas ações caírem mais de 90% em 16 de Setembro de 2008. Conforme abordado por Alexandre et al. (2009), a AIG era um dos maiores vendedores de CDSs, o que a deixava exposta ao aumento do risco de *default* dos empréstimos *subprime* que vinha sendo enfrentado. Nesta situação, o *Federal Reserve*, levando em consideração o risco que a falência da AIG poderia gerar no sistema financeiro, em função da emissão dos CDSs atrelados a outros *commercial papers*, preferiu intervir e nacionalizou a seguradora, adquirindo 80% da companhia.

Na sequência dos fatos que assolaram o mercado financeiro global, em Setembro de 2008, assistiu-se à transformação dos bancos de investimentos *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* em *holdings* financeiras (*financial holding companies*), como forma de aumentar a regulação imposta sobre aquelas instituições, passando a serem sujeitas às normas da Basileia. Posteriormente, o *Federal Reserve* procurou agir mais uma vez, e interferiu apoiando duas operações de vendas de bancos: primeiro, a do *Washington Mutual* pelo *JP Morgan Chase*, e segundo, a compra do banco *Wachovia* pelo *Wells Fargo* (BRUNNERMEIER, 2008; FAHRI & CINTRA, 2009).

A atuação do *Federal Reserve* sobre os bancos americanos e outras instituições financeiras não bancárias, em prol da liquidez do sistema financeiro, demonstra que a política adotada pelo governo norte-americano foi a de procurar aumentar sua influência no sistema financeiro daquele país. O poder público tinha perdido parte do seu poder devido ao nível de securitização que estava vivenciando e ao afrouxamento da regulação dos órgãos responsáveis pelo modo como estas vinham operando. Operações de redesconto, antes restritas aos bancos comerciais, passaram a ser oferecidas pelo Fed para os não-bancos participantes do “*global shadow banking*”.

Para tanto, o Tesouro Americano gastou em torno de US\$ 196 bilhões (US\$ 194 bilhões no governo Bush) na compra de ações preferenciais de diversos bancos através de recursos advindos do TARP. Ainda no âmbito deste programa, o governo americano realizou aporte de US\$ 40 bilhões para compra de ações preferenciais na seguradora AIG, além de ajuda em torno de US\$ 20,8 bilhões a empresas do setor automotivo, como *General Motors* e *Chrysler*. O Citigroup também se beneficiou em novembro de 2008 com um plano de ajuda de US\$ 20 bilhões quando sofreu uma queda no preço de suas ações em 60%, além dos recursos recebidos que integravam o programa de aporte de capital (Programa de Compra de Capital – PPC), e a utilização de US\$ 5 bilhões do TARP no âmbito do programa de garantia de ativos (ALEXANDRE et al, 2009; IEDI, 2009).

Eventos no mercado financeiro europeu demonstraram que a crise financeira não se limitou ao mercado americano e ao sistema imobiliário daquele país. Além da corrida bancária e da intervenção estatal inglesa sob o banco *Northern Rock*, conforme já citado, bancos centrais europeus procuraram também reduzir suas taxas de juros e injetar crédito na economia dos seus países, com a intenção de reduzir a iliquidez que havia tomado o mercado financeiro mundial.

No começo de 2008, os bancos europeus, UBS na Suíça e *Société Generale*, na França anunciaram perdas financeiras, e durante o mesmo ano, outros grandes bancos, como o *Fortis*, o *Royal Bank of Scotland* e o *Hypo Real State* viram seus ativos passar para o controle dos seus países-sede. Países como Irlanda, França, Alemanha e Dinamarca anunciaram entre setembro e outubro de 2008 que garantiriam a totalidade dos depósitos bancários dos bancos dos seus países. Outro país fortemente atingido pela crise financeira americana foi a Islândia, o qual sofreu com o colapso do seu sistema bancário, ao ponto de enfrentar a falência dos seus três principais bancos: o *Landsbanki*, o *Kaupthing* e o *Glitnir*. Para conseguir estatizar os

bancos em questão e restaurar a confiança perdida no sistema bancário islandês, o país recorreu a um empréstimo do Fundo Monetário Internacional – FMI (ALEXANDRE et al., 2009).

2.6 CONSEQUÊNCIAS DA CRISE FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS E NA EUROPA

Os números do produto interno bruto (PIB) americano mostram que a crise havia ultrapassado a esfera financeira e atingido a economia real daquele país. Desde o final de 2007, os EUA já estavam enfrentando uma recessão econômica, puxando para baixo a produção nacional de bens de consumo duráveis, especialmente a indústria automobilística.

Os impactos negativos da crise podem ser percebidos ao analisar a Tabela 2 e verificar que tanto os Estados Unidos, quanto a União Europeia apresentaram taxas de crescimento negativas do PIB no ano de 2009. O ritmo de desaceleração da economia é percebido nos anos de 2006 e 2007, porém a queda no produto dessas duas regiões nos anos seguintes é o demonstrativo da recessão que ambas estavam vivenciando.

**Tabela 2 - Taxa de crescimento do PIB (%):
Área do Euro, União Europeia e EUA, 2000-2012**

Ano	Área do Euro¹	União Europeia²	Estados Unidos
2000	3.7	3.8	4.2
2001	2.0	2.2	1.1
2002	0.9	1.3	1.8
2003	0.8	1.5	2.6
2004	2.2	2.6	3.5
2005	1.7	2.1	3.1
2006	3.3	3.3	2.7
2007	3.0	3.2	1.9
2008	0.4	0.3	-0.4
2009	-4.4	-4.3	-3.1
2010	2.0	2.1	2.4
2011	1.5	1.6	1.8
2012	-0.6	-0.3	2.2

Fonte: The World Bank. Elaboração própria

Notas: 1. Os 17 países da União Europeia que utilizam o euro como a sua moeda são: Bélgica, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovênia, Eslováquia e Finlândia (BCE, 2013).

2. A União Europeia é composta pelos países da Área do Euro além dos seguintes: Bulgária, República Checa, Dinamarca, Croácia, Letônia, Lituânia, Hungria, Polônia, Romênia, Suécia e Reino Unido (BCE, 2013).

O colapso financeiro de 2008 gerou um impacto contracionista sobre o sistema produtivo em escala mundial. Com grandes economias sofrendo retração em sua produção e elevado nível de desemprego, o mundo todo sofreu a queda na demanda global, apesar da

manutenção de taxa positiva nos países em desenvolvimento, como verificado na Tabela 3. A redução dos fluxos comerciais fez com que a crise fosse transmitida para o mundo inteiro. A queda do crescimento econômico americano foi preocupante por gerar implicações, também em escala global, ao reduzir a demanda mundial³⁶ como afirmado por Palley (2010, p.8):

[...] dado que essa tem se apoiado nos Estados Unidos como “comprador de última instância”. Se a economia americana crescer mais devagar, não está claro como os outros países terão capacidade ou a vontade de desenvolver motores alternativos de crescimento.

As medidas tomadas pelos governos para prover liquidez às grandes instituições financeiras, através de injeção de capital, tentou restabelecer a confiança dos mercados financeiros, contudo utilizou recursos que poderiam ter sido usados para investimento nas economias, em prol de conter a queda no produto. Tal política monetária de sustentação da liquidez, aliada a políticas fiscais expansionistas e políticas microeconômicas de incentivo a setores específicos contribuíram para sustentar a demanda agregada, mas não foi suficiente para alimentar uma recuperação acelerada das economias afetadas (CARDIM de CARVALHO, 2010).

36 O papel dominante de “consumidor de última instância” desempenhado pela economia dos EUA enfatiza a dependência de diversos países exportadores em relação a seu mercado interno, resultando disso que qualquer desaceleração da economia norte-americana pode afetar outros países e prejudicar suas atividades econômicas (Guttman & Plihon, 2008).

Tabela 3 – Taxas de crescimento do PIB em regiões e países selecionados (%)

País/Região	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Mundo	2.3	2.9	3.6	4.9	4.5	5.2	5.4	2.8	-0.6	5.3	3.9
Economias avançadas	1.2	1.7	1.9	3.1	2.6	3.0	2.8	0.0	-3.6	3.2	1.6
EUA	0.8	1.8	2.5	3.5	3.1	2.7	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.7
Área do euro ¹	1.9	0.9	0.8	2.2	1.7	3.3	3.0	0.4	-4.3	1.9	1.4
Alemanha	1.2	0.0	-0.2	0.7	0.8	3.9	3.4	0.8	-5.1	3.6	3.1
Espanha	3.6	2.7	3.1	3.3	3.6	4.1	3.5	0.9	-3.7	-0.1	0.7
França	1.9	1.1	1.1	2.3	1.9	2.7	2.2	-0.2	-2.6	1.4	1.7
Grécia	4.5	3.4	5.9	4.4	2.3	4.6	3.0	-0.1	-3.3	-3.5	-6.9
Irlanda	5.9	6.5	4.4	4.5	5.3	5.3	5.2	-3.0	-7.0	-0.4	0.7
Itália	1.8	0.5	0.0	1.7	0.9	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.8	0.4
Austrália	2.1	3.9	3.3	4.1	3.1	2.7	4.7	2.5	1.4	2.5	2.0
Coréia do Sul	3.8	7.2	2.8	4.6	4.0	5.2	5.1	2.3	0.3	6.3	3.6
Japão	0.2	0.3	1.4	2.4	1.3	1.7	2.2	-1.0	-5.5	4.4	-0.7
Reino Unido	2.4	2.1	2.8	3.0	2.1	2.6	3.5	-1.1	-4.4	2.1	0.7
Países em desenvolvimento	4.3	4.8	6.2	7.5	7.3	8.2	8.7	6.0	2.8	7.5	6.2
Brasil	1.3	2.7	1.1	5.7	3.2	4.0	6.1	5.2	-0.3	7.5	2.7
Rússia	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.3	4.3
Índia	3.9	4.6	6.9	7.6	9.0	9.5	10.0	6.2	6.6	10.6	7.2
China	8.3	9.1	10.0	10.1	11.3	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2

Fonte: IPEA – Boletim de Conjuntura.

Nota: 1. Os 17 países da União Europeia que utilizam o euro como a sua moeda são: Bélgica, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Malta, Chipre, Luxemburgo, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovênia, Eslováquia e Finlândia (BCE, 2013).

Seguindo com a análise da Tabela 3, percebe-se comportamento diferenciado entre as taxas de crescimento do PIB das economias avançadas (em particular Estados Unidos e Europa) e das economias em desenvolvimento. No ano de 2009, as economias avançadas ainda apresentaram taxa de crescimento do PIB negativa, indo apenas se recuperar no ano seguinte a uma taxa de 3,2%, enquanto a recuperação dos países emergentes foi maior em

2010, apresentando uma taxa de 7,5%. Como argumentado por Moreira & Sales (2010), a queda na produção mundial só não foi maior em decorrência da manutenção da taxa positiva nos países em desenvolvimento. Como verificado nos anos de 2010 e 2011, estes países sinalizaram taxas maiores de crescimento do produto, evidenciando o seu papel na recuperação mais rápida da economia mundial.

Os países emergentes sofreram impacto da crise com uma taxa de crescimento do PIB menor no ano de 2009, contudo ainda apresentaram taxas positivas em geral. As economias emergentes passaram a vivenciar as consequências do aprofundamento da crise financeira através de diversos mecanismos de transmissão, mesmo aquelas que estavam vivenciando situação econômica favorável, e apresentavam elevados níveis de reservas internacionais. A queda no preço das *commodities* e a recessão nos países avançados, junto à retração na demanda por bens de consumo duráveis, impactou o comércio exterior daqueles países. Além do que, a contração da liquidez bancária global proporcionou a secagem de linhas de empréstimos comerciais, como também a saída de investimentos de portfólio dos países emergentes e a queda no ingresso de investimentos direto estrangeiros (FUNDAP, 2009).

Prosseguindo ainda nessa análise, o comportamento das quatro maiores economias emergentes, Brasil, Rússia, Índia e China – os chamados BRICs– mostra que esses países apresentaram uma menor desaceleração econômica devido à crise nos anos 2008 e 2009, em comparação com as economias avançadas. A única exceção nesse caso foi a economia russa, que em 2009 apresentou um número negativo de 7,8%. Segundo Moreira & Sales (2010, p. 26), isso se deve “à acentuada exposição dos países da Europa Central e do Leste Europeu aos bancos norte-americanos e à expressiva queda dos preços do petróleo, em especial no primeiro semestre desse ano”³⁷.

A economia chinesa vivenciou arrefecimento no crescimento do PIB nos anos de 2008 e 2009, demonstrando reversão na trajetória de crescimento acelerado verificada no início da década de 2000, deixando para trás a época de taxas de crescimento de dois dígitos. A

37 A Rússia procurou conter a desvalorização da sua moeda, o rublo, intervindo no mercado de câmbio, para controlar o intenso descasamento de moeda existente na economia, devido ao fato que parte do crédito doméstico era concedido em moeda estrangeira. Desta forma, o banco central russo usou de suas reservas internacionais em prol de reverter o efeito-contágio da crise sobre o mercado financeiro, chegando a “queimar” aproximadamente US\$ 142 bilhões do seu estoque entre os meses de junho e dezembro de 2008. Para exemplificar, destaca-se que o rublo sofreu desvalorização cambial em torno de 53,3% no período de julho de 2008 a fevereiro de 2009 (CNI, 2009; FUNDAP, 2009).

atividade econômica do país sofreu com retração na demanda por bens de consumo duráveis nas economias avançadas e com queda nos preços das *commodities*, afetando o desempenho das suas exportações para aqueles países. Contudo, devido a seu considerável mercado interno e as medidas fiscais anticíclicas do governo de estímulo, como investimentos realizados em infraestrutura, conseguiu-se garantir a manutenção da sua economia e a sustentação do seu crescimento dentro do contexto de recessão mundial (IEDI, 2008; IEDI, 2010).

No caso da Índia, este país sofreu queda na sua taxa de PIB no ano de 2008, já recuperando sua fase de intenso crescimento econômico no ano de 2010. Conforme apontado pela CNI (2009) é citado o fato do comércio exterior indiano não ter tanto peso na sua economia, o que fez com que se conseguisse contrabalancear a queda nas suas exportações, em razão da desaceleração do comércio mundial, com a elevação da demanda privada do seu mercado interno.

A retomada das economias emergentes, especialmente a China, demonstra que

países emergentes em geral, foram menos afetados, principalmente no lado real. Um dos motivos pode ter sido a influência da economia chinesa, que [...] exerceu impacto não desprezível nestes países, principalmente durante o período de crise, devido às intensas relações comerciais. Além disso, estes países puderam contar com a ajuda de políticas governamentais anticíclicas além de estoques elevados de reservas internacionais e bases econômicas mais sólidas com relação à década de 90. A China representa definitivamente a locomotiva não apenas para o crescimento global, mas também para os demais países do BRICS, o que tem implicações profundas sobre a estabilidade do grupo (SOUSA, 2011, p.14).

A forte queda da demanda mundial, como resposta à deterioração das expectativas, e a contração do crédito ao comércio, em decorrência da falta de liquidez no mercado financeiro global, refletiram também na balança comercial das economias dos países avançados. O acesso ao financiamento por parte das empresas e famílias tornou-se mais difícil e caro. O impacto da crise sobre a atividade econômica pode ser verificado na queda do comércio mundial. Fundap (2009 apud FMI, 2009) explica que a retração da demanda global impactou severamente o mercado de bens de consumo duráveis (automóveis, eletrônicos, etc.), já que o estopim da crise se deu no meio das economias mais ricas.

A economia norte-americana sofreu com redução de suas exportações no segmento de bens duráveis, especialmente o setor automotivo. A queda em nível global de compras de bens como automóveis e eletrônicos refletiu na balança comercial dos EUA e na queda do seu PIB. A desaceleração da economia nos países industrializados refletiu na queda do consumo

de duráveis nos Estados Unidos, contribuindo para a forte contração do produto, queda na produção industrial, redução dos ganhos por parte das empresas e em corte de investimentos produtivos. Com o agravamento da recessão nas economias avançadas e o declínio na demanda destes países por bens de investimento e duráveis mediante escassez de crédito, o comércio mundial passou a vivenciar forte retração e os estoques começaram a acumular. O consumo interno também sofreu impactos negativos devido à dificuldade e o elevado custo das famílias na obtenção de crédito, expectativas negativas sobre a manutenção dos seus empregos e a queda dos preços dos ativos no mercado financeiro (IEDI, 2009b).

Tabela 4 - Balança Comercial de bens e serviços (em US\$ bilhões):

Área do Euro, União Europeia e EUA, 2000-2012

Ano	Área do Euro¹	União Europeia²	Estados Unidos
2000	39.3	19.1	-382.1
2001	87.5	64.8	-371.0
2002	166.2	132.9	-427.2
2003	164.1	134.9	-504.1
2004	196.0	152.5	-618.7
2005	147.9	102.6	-722.7
2006	121.1	67.3	-769.3
2007	179.4	95.4	-713.1
2008	125.1	40.3	-709.7
2009	163.9	167.3	-388.8
2010	157.8	154.4	-511.7
2011	184.7	198.7	-568.1
2012	318.7	313.1	–

Fonte: The World Bank. Elaboração própria

- Notas: 1. Os 17 países da União Europeia que utilizam o euro como a sua moeda são: Bélgica, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovênia, Eslováquia e Finlândia (BCE, 2013).
2. A União Europeia é composta pelos países da Área do Euro além dos seguintes: Bulgária, República Checa, Dinamarca, Croácia, Letônia, Lituânia, Hungria, Polônia, Romênia, Suécia e Reino Unido (BCE, 2013).

(–). Dados não disponíveis.

A queda no comércio dos países desenvolvidos, especialmente Europa e Estados Unidos, correspondeu à do comércio mundial. A recessão enfrentada na Área do Euro no ano

de 2009 refletiu também como forte contração nas exportações daquela região. De acordo com o verificado na Tabela 5, todas as regiões analisadas tiveram seu percentual de exportação sobre o PIB reduzido do ano de 2008 para 2009 como reflexo da crise e da redução da demanda global. A partir de 2010, observa-se a recuperação da participação das exportações em relação ao PIB, porém em patamares ainda inferiores aos observados antes da crise, em 2008. A retomada das exportações, já observada anteriormente, também se apresenta na sua relação Exportação / PIB, que mantém sua elevação em 2011 e 2012, para todas as regiões estudadas, demonstrando a retomada do comércio mundial.

**Tabela 5 - Exportação de bens e serviços / PIB (em %):
Área do Euro, União Europeia, EUA e Mundo, 2000-2012**

Ano	Área do Euro ¹	União Europeia ²	Estados Unidos	Mundo
2000	36.96%	36.18%	11.04%	26.04%
2001	37.04%	36.18%	10.04%	25.38%
2002	36.27%	35.32%	9.47%	25.13%
2003	35.22%	34.51%	9.39%	25.34%
2004	36.69%	35.75%	10.00%	26.87%
2005	38.01%	37.10%	10.39%	27.93%
2006	40.25%	39.44%	11.05%	29.30%
2007	41.29%	39.90%	11.90%	29.75%
2008	41.79%	40.80%	12.99%	30.60%
2009	36.65%	36.43%	11.42%	26.57%
2010	40.74%	40.10%	12.79%	29.04%
2011	43.52%	42.73%	13.97%	30.41%
2012	44.54%	42.81%	—	—

Fonte: The World Bank. Elaboração própria

- Notas: 1. Os 17 países da União Europeia que utilizam o euro como a sua moeda são: Bélgica, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Áustria, Portugal, Eslovênia, Eslováquia e Finlândia (BCE, 2013).
2. A União Europeia é composta pelos países da Área do Euro além dos seguintes: Bulgária, República Checa, Dinamarca, Croácia, Letônia, Lituânia, Hungria, Polônia, Romênia, Suécia e Reino Unido (BCE, 2013).
- (—). Dados não disponíveis.

O índice de desemprego americano subiu, o que também foi sentido na Europa em geral, vide Tabela 6. Com o estabelecimento de um quadro recessivo econômico, postos de trabalhos foram perdidos, sem serem retomados, e não houve novos investimentos suficientes para restabelecer o crescimento da economia em um curto período de tempo. As medidas de estímulo à economia, tomadas pelo governo americano, não surtiram efeito sobre a taxa de desemprego. Nos EUA, o desemprego cresceu de 4,6% no ano de 2007 para 9,3% no ano de 2009 (ver Tabela 6).

No que se refere ao mercado de trabalho, as taxas positivas de crescimento do PIB não foram acompanhadas pela geração de novos postos de trabalho. O desemprego em elevação prejudicou a recuperação da atividade econômica no mundo desenvolvido. A escassez crescente no mercado de trabalho nas economias avançadas gerou incerteza nas decisões das famílias, o que prejudicou o nível do consumo interno. Nos Estados Unidos, a crise global se traduziu imediatamente em supressão de postos de trabalho, enquanto que na área do Europa redução foi na jornada de trabalho (FUNDAP, 2010).

Tabela 6 - Taxa de Desemprego total da força de trabalho (%):**Área do Euro, União Europeia e EUA, 2000-2011**

Ano	Área do Euro¹	União Europeia²	Estados Unidos
2000	9.2	9.2	4.0
2001	8.2	8.6	4.7
2002	8.6	9.0	5.8
2003	8.8	9.0	6.0
2004	9.1	9.1	5.5
2005	9.0	8.9	5.1
2006	8.3	8.2	4.6
2007	7.5	7.1	4.6
2008	7.5	6.9	5.8
2009	9.4	8.9	9.3
2010	10.0	9.6	9.6
2011	10.1	9.6	8.9

Fonte: The World Bank. Elaboração própria

Notas: 1. Os 17 países da União Europeia que utilizam o euro como a sua moeda são: Bélgica, Chipre, Alemanha, Estônia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Itália, Luxemburgo, Malta, Áustria, Países Baixos, Portugal, Eslovênia, Eslováquia e Finlândia (BCE, 2013).

2. A União Europeia é composta pelos países da Área do Euro além dos seguintes: Dinamarca, República Checa, Bulgária, Croácia, Hungria, Letônia, Lituânia, Polónia, Romênia, Suécia e Reino Unido (BCE, 2013).

2.7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em síntese, a crise financeira que atingiu o cerne da economia mundial nos anos de 2007 e 2008 está diretamente relacionada com a intensa securitização que havia tomado o

mercado financeiro global. Os novos instrumentos financeiros acabaram por fazer com que os bancos ignorassem os devidos riscos que estavam assumindo, já que eles transferiam a gestão destes para terceiros e não registravam a emissão dos títulos de créditos nos seus balanços patrimoniais. Este comportamento incentivava os bancos a emitirem mais títulos e assumirem mais riscos, aumentando o risco sistêmico do mercado financeiro. Os bancos passavam a emitir mais e mais títulos, proporcionando o aumento do consumo das famílias americanas e, conseqüentemente, a elevação do endividamento, acreditando que não estavam assumindo risco nenhum com estas operações (GUTMANN e PLIHON, 2008). Por causa da imensa montanha de alavancagem que estes instrumentos estavam a criar, os riscos que as operações verdadeiramente demonstravam, eram de difícil caracterização e, portanto, o sistema financeiro acabou tornando-se mais opaco e de difícil regulação e controle pelos órgãos responsáveis.

O processo de securitização tornou-se a forma de propagação e contágio da crise internacionalmente, pois foi através dela que o risco dos investimentos altamente lastreados em diversos títulos de crédito foi sendo rateado por todos que haviam decidido se envolver e adquirir os títulos de dívida privada securitizados. Os bancos comerciais e os de investimentos, os investidores privados e institucionais, as famílias detentoras de hipotecas e, os SPVs, todos assumiram a sua parcela do risco e, quando uma das pontas não conseguiu cumprir com a sua responsabilidade, acabou derrubando todo o sistema.

As ações tomadas pelo governo americano para estimular a economia, através do Fed e do Tesouro, com injeção de capital público no setor financeiro, queda nas taxas de juros e corte de impostos, evidenciaram o tamanho da crise e fizeram questionar a necessidade do papel interventor do Estado e sua função como “*lender of last resort*”.

O fato de uma crise começar a se desdobrar em um segmento do setor imobiliário norte-americano e acabar por afetar o crescimento econômico mundial demonstra como a desregulamentação bancária incentivou a globalização das relações financeiras entre países e a criação de diversos instrumentos financeiros sofisticados. Com o contorno sistêmico que a crise apresentou, percebeu-se a fragilidade do sistema financeiro desregulamentado, liberalizado e sob fraca supervisão, constituindo o cenário propício para o desenvolvimento do *global shadow banking system*. Farhi (2011, p.35) enfatiza o risco que a desregulamentação dos sistemas financeiros e a postura liberal provocaram no desdobramento

da crise de 2008 e a necessidade de desenvolver melhores mecanismos de supervisão e regulação como forma de prevenção de acontecimentos futuros com essas características:

O fato de o andamento das reformas de supervisão e regulação do sistema financeiro ter deixado muito a desejar e não refletir o amplo consenso e a urgência de acordar medidas afirmadas nas reuniões do G-20, torna mais agudo o risco de repetição de eventos análogos, a medida que o contexto de “liberalização financeira” que lhes deu origem se perpetue.

A breve análise realizada neste capítulo a respeito das consequências sofridas pela economia americana e europeia demonstra como uma crise financeira contagiou os níveis de atividade econômica daqueles países e proporcionou o aumento das taxas de desemprego. A incerteza e a falta de confiança nos mercados financeiros repercutiram no comportamento das famílias e das empresas com o declínio do consumo e do investimento, refletindo-se em quedas no crescimento do PIB.

A partir dos dados apresentados neste capítulo, pode-se concluir que os países de economias avançadas sofreram maior impacto com a crise em comparação com os países em desenvolvimento. Os números apresentados na seção 2.6 servem de embasamento para compreender como as economias de países desenvolvidos, como Estados Unidos, e aqueles que fazem parte da União Europeia, reagiram aos impactos advindos desta crise, para então no próximo capítulo, fazer a análise de como a economia brasileira e latino-americana reagiu no período de turbulência descrito, levando em consideração o cenário mundial aqui abordado.

CAPÍTULO 3

IMPACTOS DA RECENTE CRISE FINANCEIRA NA ECONOMIA BRASILEIRA E LATINO-AMERICANA

A crise financeira internacional recente impactou o desempenho da economia mundial, particularmente após a falência do banco *Lehman Brothers*, quando a crise passou a adquirir um caráter sistêmico, evidenciando sua internacionalização. Em meados de setembro de 2008, a crise apresentou sua natureza global, transbordando seus impactos para além dos países desenvolvidos, o que demonstrou sua dimensão comercial e real ao afetar os fluxos de comércio e contrair o produto mundial.

O Brasil sofreu com a interrupção no seu ritmo de crescimento e a retração no nível da sua atividade econômica no ano de 2009, contudo, mediante melhores condições macroeconômicas, demonstrou maior capacidade de enfrentamento à crise em comparação com o que vivenciou em 1999. O país apresentou uma postura mais dinâmica e usou de diferentes medidas, tais como políticas monetária, fiscal, creditícia, entre outras, como instrumentos para impulsionar a atividade econômica.

A América Latina também foi abalada pela crise global, ao sofrer com a reversão da fase de crescimento que vinha vivenciando em sua economia. A recessão dos países desenvolvidos transbordou para as economias emergentes latino-americanas através do comércio exterior e pelo fluxo de capitais, além da queda nos preços internacionais das *commodities* que intensificou os impactos negativos da crise.

Este capítulo tem por objetivo conhecer melhor os impactos sofridos pela economia brasileira e latino-americana mediante a explosão da bolha imobiliária americana em 2008. A disseminação da crise financeira através dos mecanismos de propagação internacional resultou em efeitos negativos do lado real da economia nas regiões aqui estudadas.

O presente capítulo está dividido da seguinte forma. Na seção 3.1 aborda-se o efeito contágio da crise financeira de 2008 sobre os países emergentes e suas implicações. Na próxima seção, 3.2, é feita uma análise dos impactos da crise na economia brasileira, e como a mesma procurou reagir, explicitando as medidas adotadas pelo seu governo. Passa-se, na seção 3.3, a uma análise dos efeitos da crise sobre a economia da América Latina, especificando casos de países da região. E por último, são tecidos comentários que buscam concluir o capítulo.

3.1 O CONTÁGIO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 PARA OS PAÍSES EMERGENTES

Como abordado no capítulo anterior, as economias dos países avançados foram as primeiras a sentir o impacto da crise já no final do ano de 2007. A transmissão tardia dos efeitos da crise para os países emergentes criou a hipótese do deslocamento – *decoupling* – de que esses países apresentavam condições melhores para enfrentar a crise. Contudo, quando a crise tornou-se um fenômeno sistêmico e transbordou para o mundo em geral, diversos mecanismos de transmissão ocasionaram o contágio da crise, demonstrando o seu caráter global.

Os países emergentes sentiram as consequências negativas da crise a partir do último trimestre de 2008, quando começaram a apresentar queda no produto interno devido à fraca demanda externa e retração do mercado financeiro internacional. O período entre junho de 2007 a agosto de 2008 foi quando as trajetórias de crescimento das economias emergentes e desenvolvidas seguiram em direções contrárias, evidenciando o *decoupling*. No entanto, a partir da falência do *Lehman Brothers* e o aprofundamento da crise financeira internacional, os países emergentes começaram a demonstrar desaceleração do seu crescimento (SOUSA, 2011).

Para Prates, Bichara & Cunha (2009) a situação que contribuiu para a compreensão dos canais de propagação dos impactos da crise financeira sobre as moedas e economias dos países emergentes foi a inserção diferenciada destes no comércio e nas finanças internacionais, durante os anos de 2003 a 2007. Desta forma, países que possuíam fundamentos macroeconômicos saudáveis (tais como elevadas reservas internacionais, inflação controlada e situação fiscal estável) não ficaram isentos dos movimentos de fuga de capital para a qualidade dos investidores no desdobramento da crise.

O efeito-contágio da crise se deu sobre os países emergentes através de diversos canais de transmissão que atingiram o lado real das economias. O impacto desses canais, derivados das relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas, tem sido heterogêneo devido aos diferentes graus de abertura financeira e comercial, à estrutura da pauta de comércio exterior, aos regimes cambial e monetário, às políticas econômicas implantadas, ao grau de vulnerabilidade externa e à situação das contas públicas. Os

mecanismos de transmissão que impactaram a conta corrente foram a redução da demanda global e a queda nos preços das *commodities*, como também o aumento das remessas de lucros pelas filiais das empresas e bancos internacionais (PRATES, CUNHA & LÉLIS, 2011).

Ainda segundo Prates, Cunha & Lélis (2011), a conta financeira dos países emergentes foi afetada pelo menor ingresso de investimento direto devido à desaceleração nos países avançados, à saída dos investimentos de *portfolio*, à interrupção do crédito externo (especialmente os direcionados ao comércio exterior), à contração dos empréstimos das filiais dos bancos estrangeiros, às operações de derivativos cambiais e, por último, à redução das transferências unilaterais dos imigrantes.

3.2. IMPACTOS DA CRISE NA ECONOMIA BRASILEIRA E SUA REAÇÃO

A economia brasileira vinha vivenciando, anteriormente à crise, uma trajetória de crescimento econômico, com superávit comercial, o que ajudou ao país a apresentar certa capacidade para resistir às turbulências internacionais. A solidez da economia brasileira frente à crise de 2008 pode ser explicada, de certa forma, por meio do aumento das reservas internacionais, e da queda da dívida externa pública, resultando num quadro de maior estabilidade externa.

Ao analisar o Gráfico 2 e a Tabela 7, percebe-se que o país apresentou um movimento de acumulação de reservas ao longo dos anos 2000. Mesmo no período da crise, a partir do ano de 2007 o Brasil apresentou capacidade de honrar sua dívida externa pública. Deste momento em diante, o endividamento público praticamente mantém-se no mesmo patamar, enquanto o país apresentou crescente acumulação de reservas, aumentando sua capacidade de solvência. Ao tornar-se credor em moeda estrangeira, o país passou a ter melhores condições de resistir e responder a choques externos.

Tabela 7: Dados sobre dívida externa pública e reservas internacionais: Brasil, 2000-2011.

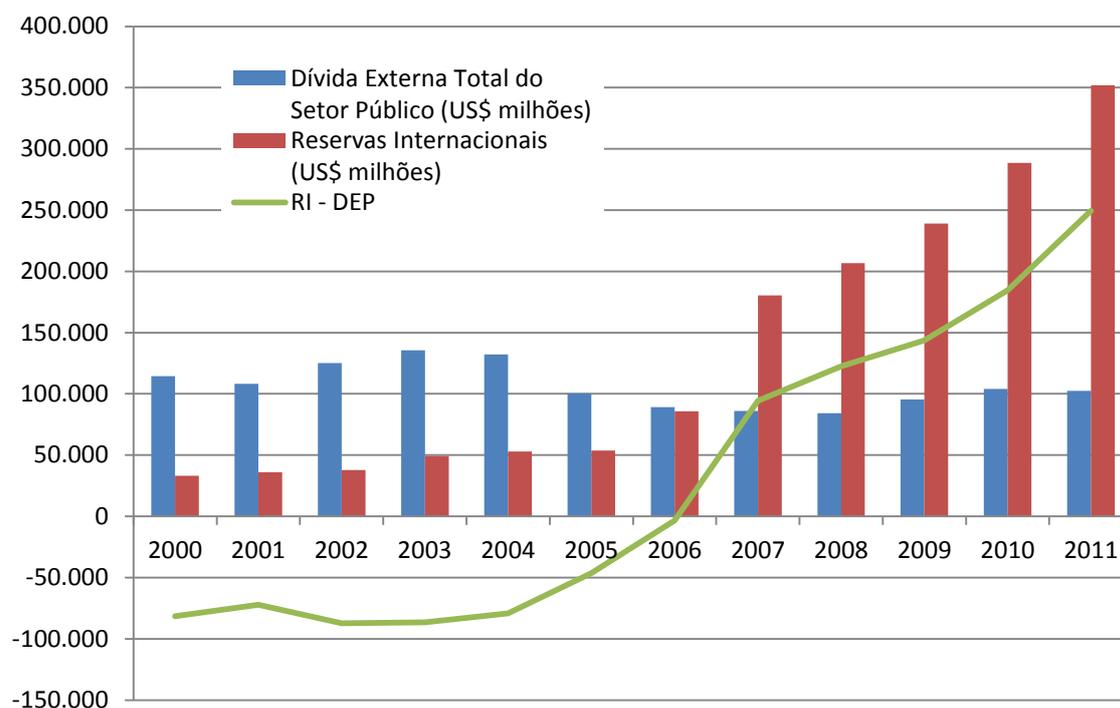
Ano	Dívida Externa Total do Setor Público (US\$ milhões) ⁽¹⁾	Reservas Internacionais (US\$ milhões)	Reservas Internacionais (% PIB)	RI - DEP	Reservas (liquidez) / Dívida Externa Total do Setor Público (%)
2000	114,536	33,011	5.1%	-81,525	-71.18%
2001	108,116	35,866	6.5%	-72,250	-66.83%
2002	125,245	37,823	7.5%	-87,422	-69.80%
2003	135,689	49,296	8.9%	-86,393	-63.67%
2004	132,259	52,935	8.0%	-79,324	-59.98%
2005	100,284	53,799	6.1%	-46,485	-46.35%
2006	89,245	85,839	7.9%	-3,406	-3.82%
2007	85,956	180,334	13.2%	94,378	109.80%
2008	84,160	206,806	12.6%	122,646	145.73%
2009	95,502	239,054	15.0%	143,552	150.31%
2010	103,940	288,575	13.8%	184,635	177.64%
2011	102,446	352,012	14.2%	249,566	243.61%

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Nota: (1) Valores preliminares para 2011.

(2) RI – DEP: Saldo entre Reservas Internacionais e Dívida Externa Pública

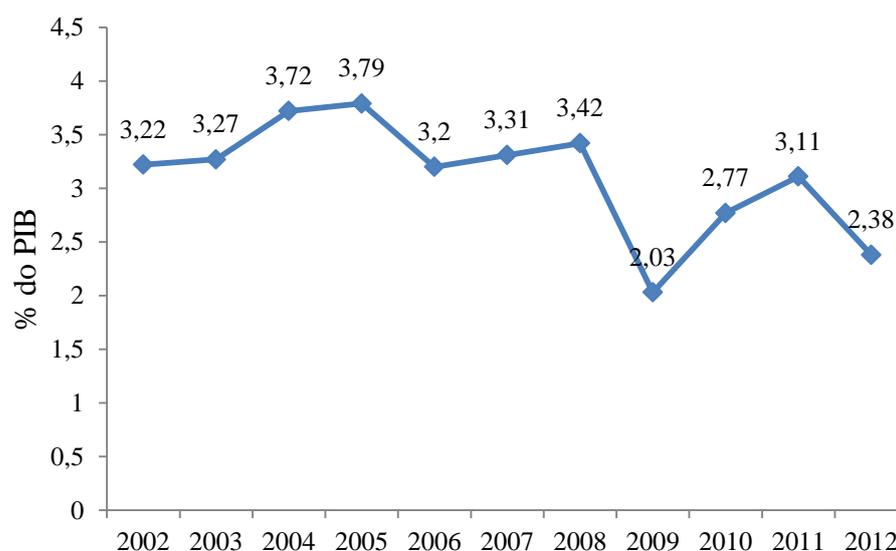
Gráfico 2: Dívida externa pública e reservas internacionais, 2000-2011 (US\$ milhões).



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Somando a esse cenário, tem-se o contínuo superávit primário apresentado pelas contas fiscais brasileiras, o que deu capacidade ao país de ter recursos para investir em políticas de estímulo a economia, quando o mesmo foi afetado pela crise (vide Gráfico 3). O governo brasileiro procurou adotar mecanismos anticíclicos em prol de conter os efeitos negativos da crise sobre o investimento e o consumo. O afrouxamento na política monetária e creditícia, via redução da taxa básica de juros (Selic) e maior disponibilidade de crédito pelos bancos públicos, como também ações que visavam isenções fiscais em determinados setores, foram implementadas para estimular a demanda interna e evitar quedas maiores no nível de emprego.

Gráfico 3 – Superávit primário como percentual do PIB (fluxos acumulados em 12 meses). Brasil, 2002-2012



Fonte: Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS).

Presta-se maior atenção à economia brasileira, que vinha vivenciando uma importante trajetória de recuperação do dinamismo econômico, e sofreu impactos negativos da crise tanto pelos canais financeiros, quanto pelos vínculos comerciais. Ao analisarmos o PIB brasileiro, conforme a Tabela 8, percebemos que o produto registrou queda de -0,3% no ano de 2009, refletindo o efeito da crise global sobre a economia deste país, seguindo a mesma tendência observada para a América Latina e a economia mundial. A consequente deterioração das expectativas levou ao adiamento das decisões de investimento dos agentes (empresas) e retração do consumo das famílias e do governo, como apontam os dados do IBGE para o PIB

sob a ótica da oferta, fazendo com que o PIB brasileiro diminuísse no terceiro trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009, encerrando o ciclo de crescimento iniciado em 2004.

Tabela 8: Indicadores Macroeconômicos: Brasil, 2000-2012.

Ano	Crescimento do PIB (%)	Crescimento do PIB mundial (%)	Crescimento do PIB na América Latina (%)
2000	4.3	4.7	3.9
2001	1.3	2.4	0.4
2002	2.7	2.9	-0.4
2003	1.1	3.7	2.1
2004	5.7	4.9	6.0
2005	3.2	4.5	4.7
2006	4.0	5.2	5.7
2007	6.1	5.4	5.8
2008	5.2	2.8	4.2
2009	-0.3	-0.6	-1.6
2010	7.5	5.3	6.2
2011	2.7	3.9	4.5
2012	0.9	3.5	-

Fonte: IPEA – Conjuntura Econômica Junho 2013

Nota: (-). Dados não disponíveis.

Em relação aos impactos da crise sobre a produção industrial, os dados do PIB para a indústria apontam para uma forte retração do setor que, seguindo a dinâmica da economia nacional, inicia-se no quarto trimestre de 2008 e prolonga-se até o primeiro semestre de 2009. Esse movimento impacta a dinâmica da indústria, sobretudo, em 2009, quando o produto do setor apresenta uma retração de 5,6%. O subsetor que demonstra a maior retração nesse período é a indústria de transformação, com queda de 8,73% da sua produção industrial, seguido pela indústria extrativa mineral (-3,18%) e construção civil (-0,74%). Apenas os serviços industriais de utilidade pública apresentam crescimento positivo, apesar de também apresentar queda no crescimento médio (vide Tabela 9).

Como será demonstrado adiante, a partir da adoção de medidas anticíclicas, o país retoma o dinamismo econômico e a produção industrial, com forte crescimento do PIB industrial de 10,43% em 2010. Todavia, vale destacar, que a economia brasileira nesse novo cenário internacional mostra dificuldades para manter taxas de crescimento do produto total e industrial mais elevadas e sustentadas, como pode ser observado nos dados da Tabela 9.

Tabela 9: Taxa de Crescimento do PIB Industrial. Brasil, 2000-2012

Período	Indústria				
	Ext. mineral	Transformação	Construção	Siup	Total
2000	9,09	5,69	1,99	4,16	4,83
2001	2,22	0,70	-2,08	-6,22	-0,62
2002	11,58	2,44	-2,16	2,86	2,08
2003	4,68	1,85	-3,28	3,95	1,28
2004	4,29	8,47	6,58	8,44	7,89
2005	9,32	1,25	1,78	3,04	2,08
2006	4,40	0,97	4,68	3,51	2,21
2007	3,65	5,60	4,88	5,44	5,27
2008	3,54	2,97	7,92	4,45	4,07
2009	-3,18	-8,73	-0,74	0,89	-5,60
2010	13,57	10,14	11,65	8,13	10,43
2011	3,19	0,13	3,62	3,81	1,58
2012	-1,13	-2,54	1,41	3,56	-0,82

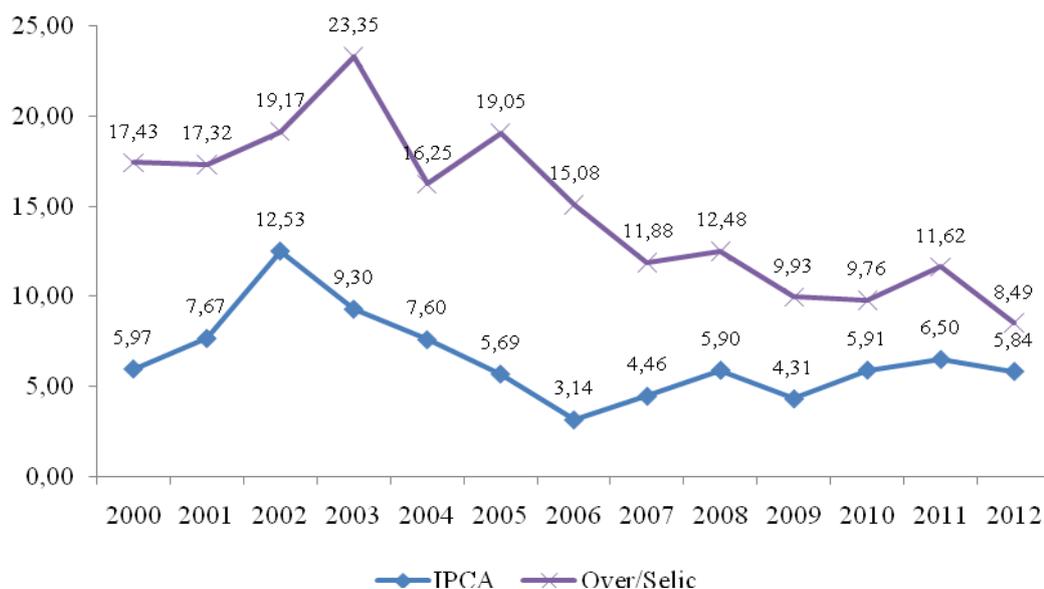
Fonte: IBGE - Sistema de Contas Nacionais Referência 2000. Elaboração: IPEA/Dimac/Gecon.

Em relação à taxa de juros, verifica-se a partir de 2005 que a mesma vinha apresentando uma tendência de queda, saindo de 19,05% ao ano para 11,8% a.a em 2007. Entretanto, a partir do segundo semestre de 2008, a taxa Selic começa a crescer, chegando ao final deste ano em um patamar de 12,48%. Mas, como já destacado anteriormente, medidas de afrouxamento na política monetária e creditícia foram implementadas no país, via redução da taxa básica de juros e maior disponibilidade de crédito pelos bancos públicos, e também através de incentivos fiscais, como forma de retomar o dinamismo e reaquecer a economia local. Já a partir do início de 2009 a Selic começa a cair, fechando o ano em 9,93%, como pode ser observado no Gráfico 4.

Em outra perspectiva é possível analisar os impactos da crise a partir dos índices de preço, através dos dados do Gráfico 4. A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que mesmo com o forte dinamismo da economia nacional, seguia uma tendência de diminuição desde 2002 e reverte seu comportamento em 2006, reflexo, sobretudo, da dinâmica da taxa de câmbio que a partir desse momento começa a se valorizar em relação ao dólar. Esse aumento da inflação continua até 2008, quando a crise começa a impactar na economia nacional. As medidas anticíclicas somadas à queda nos preços das *commodities* e a uma forte depreciação da moeda nacional, o que barateia os produtos importados, levam a uma queda generalizada nos índices de preço. O IPCA

apresenta uma taxa média de 4,31%, sem, contudo, permanecer ao longo dos anos seguintes. A mudança no cenário externo e as dificuldades crescentes do Governo em manter uma gestão equilibrada das contas públicas, além do movimento do câmbio e do baixo crescimento da atividade econômica, vêm pressionando constantemente a inflação.

Gráfico 4: Indicadores de Preços e Juros, Brasil 2000-2012.



Fontes: IBGE, FGV e BACEN. Elaboração: IPEA/Dimac/Gecon.

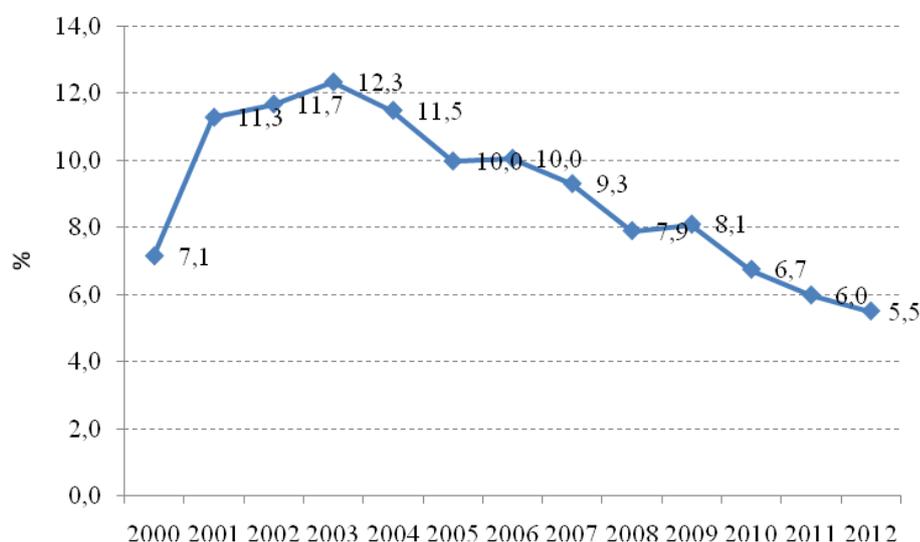
Observa-se, a partir de 2004, que a expansão do crédito e do consumo das famílias e o aumento do investimento em infraestrutura econômica e social permitiram a retomada do dinamismo da atividade econômica no país, com forte geração de emprego e melhoria da renda. Nesse cenário econômico, verificou-se um processo de reestruturação do mercado de trabalho nacional, com o expressivo aumento da ocupação, em especial do emprego formal, melhoria da renda média e significativa redução das taxas de desemprego. Esse processo se mantém até o final de 2008, quando a crise financeira impacta a dinâmica da economia e do mercado de trabalho brasileiro, com reflexos mais expressivos entre o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009. Como indicam os dados para as principais regiões metropolitanas brasileiras (Gráfico 5), há um leve aumento da taxa de desemprego entre 2008 e 2009 (7,9% para 8,1%).

Pochmann (2009) destaca o aumento do desemprego, da informalidade e da rotatividade de mão de obra como principais impactos da crise financeira internacional sobre

o mercado de trabalho nacional. Houve uma expansão da informalidade inclusive em ocupações geradas pelo setor privado da economia, ou seja, uma precarização dos postos de trabalho. Entre outubro de 2008 e abril de 2009, dos 647 mil empregos perdidos segundo os dados da PME/IBGE, 36% foram demissões na indústria de transformação (cerca de 233 mil postos de trabalho).

Já a partir do final do primeiro semestre do ano de 2009, observa-se uma retomada da geração de emprego. O que reflete no retorno à tendência de queda da taxa de desemprego como apontam os dados do Gráfico 5.

Gráfico 5: Taxa de Desemprego Aberto. Brasil, 2000-2012.



Fontes: FGV/Ibre, CNI e IBGE/PME. Elaboração: IPEA/Dimac/Gecon.

(1) Dados 2000 e 2001 - antiga metodologia da PME. A partir de 2002 – nova metodologia da PME.

(2) Dados para as regiões metropolitanas de Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Recife, Salvador, Curitiba e Porto Alegre.

3.2.1 Política Bancária e Crise de Liquidez

Com o maior grau de exposição do país ao mercado financeiro internacional, o primeiro sintoma enfrentado pela economia brasileira que sinalizou que o país estava enfrentando um choque externo foi a fuga de capitais para segurança no último trimestre de 2008. Com a falência do *Lehman Brothers*, investidores internacionais passaram a atuar com mais cautela, liquidando sua posição no mercado de ações e títulos, o que ocasionou uma

deterioração das expectativas e aversão ao risco, ocasionando a contração no mercado de crédito. Deste modo, a crise contagiou-se na esfera financeira através da redução do financiamento no mercado financeiro internacional, o que impossibilitou o acesso a créditos externos.

O racionamento de crédito adveio do cenário mundial de preferência pela liquidez, o que gerou no Brasil grande redução na disponibilidade de crédito provido pelos bancos. O sistema bancário em geral apresenta um comportamento de preferência pela liquidez em momentos de maior incerteza em detrimento da rentabilidade. A contração na oferta de crédito internamente e a interrupção das linhas externas de crédito comercial tornaram-se um dos primeiros mecanismos de contágio da crise financeira para o Brasil. A crise atravessou a esfera financeira, atingindo o lado real da economia brasileira ao contrair os investimentos locais por falta de crédito.

O setor bancário brasileiro deparou-se com linhas de crédito externo mais escassas, o que dificultou aos bancos a obtenção de *funding* para suas operações. Como afirmado por Fernando de Paula (2008), o mercado bancário no Brasil sofreu com uma crise de liquidez, já que os bancos privados nacionais eram solventes, mas não tinham acesso momentaneamente a recursos para viabilizar operações demandadas pelos seus clientes. A situação de empoçamento da liquidez causou desaceleração e maior seletividade na oferta de crédito, o que repercutiu como elevação do *spread* entre os bancos. Não só as empresas e pessoas físicas depararam-se com uma dificuldade maior em conseguir empréstimos, como os próprios bancos sofreram com o racionamento no mercado interbancário mostrar aumento do *spread* para (colocar .

Os bancos privados reagiram com excesso de prudência na concessão e renovação de empréstimos, o que contribuiu para a desaceleração da economia brasileira no último trimestre de 2008. A interrupção das linhas externas de crédito comercial afetou especialmente as operações de financiamento ao comércio exterior brasileiro. Nesta situação, o Banco Central do Brasil (BCB) adotou medidas para combater a crise de liquidez e a retração do crédito no sistema bancário. Algumas dessas medidas visaram o relaxamento das regras sobre os recolhimentos compulsórios dos bancos, entre as quais a redução do percentual exigido de depósitos, para assim aumentar a quantidade de recursos disponíveis entre as instituições financeiras para a concessão de empréstimos (FREITAS, 2009).

Outra medida referia-se a estimular a compra da carteira de bancos médios e pequenos³⁸ por bancos de grandes portes. Estes bancos sofriam com dificuldade para rolar suas operações já que não possuíam uma extensa base de depositantes e, assim, dependiam da captação de recursos no interbancário. A redução na alíquota do compulsório sobre os depósitos à vista e a ampliação do limite de isenção do compulsório adicional exigido para os depósitos (à vista, a prazo e de poupança), tinha como objetivo auxiliar os bancos pequenos e médios que só estavam conseguindo financiar suas carteiras de créditos por meio da emissão de CDB a taxas elevadas. Procurou-se incentivar as compras de carteiras de crédito dos bancos pequenos e médios pelos grandes através do aumento do percentual do compulsório que podia ser destinado pelos bancos para a aquisição de ativos de instituições financeiras. Contudo, os grandes bancos não demonstraram interesse pela compra interbancária de carteiras de crédito de outras instituições pois era mais interessante manter esses recursos em títulos públicos rentáveis e de baixo risco (FREITAS, 2009).

Ações ainda foram implementadas em prol da liquidez ao permitir que o BCB pudesse adquirir carteiras de créditos de diversas instituições financeiras, como também se ampliou o alcance dos bancos públicos como Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica (CEF)³⁹ ao autorizá-los a adquirir participação societária em diversos tipos de instituições. Contudo, como apontado por Prates (2011) e Freitas (2009), a liquidez só voltou a fluir em março de 2009 com a medida adotada do governo de instituir o Recibo de Depósito Bancário (RDB) com garantia fornecida pelo Fundo Garantidor de Crédito. Com a adoção dessa medida, foi dado estímulo aos grandes bancos para realizar operações no mercado interbancário e comprar carteiras de crédito. A estratégia implementada do BCB de redução das alíquotas dos recolhimentos compulsórios não havia atingido sucesso devido aos bancos privados, que por estarem com um comportamento de preferência pela liquidez, aproveitavam a possibilidade de aplicação em títulos públicos de baixo risco, e alta rentabilidade.

38 Freitas (2009) explica que como os grandes bancos pararam de adquirir carteiras de financiamento de veículos e de crédito consignado originados pelos bancos menores, estes sofreram com o arrefecimento do crédito interbancário. Ainda segundo a autora, outra dificuldade enfrentada pelos bancos de pequeno e médio porte foi a fuga para segurança dos investidores, pois estes buscaram transferir suas aplicações para instituições consideradas mais seguras, como os bancos públicos e os grandes bancos privados.

39 Reforça-se o papel anticíclico que os bancos públicos tiveram ao adquirirem um volume significativo de carteiras de crédito, amenizando a contração na concessão de empréstimos sofrida pelo setor bancário. Essa discussão será feita quando é abordada a política creditícia do país como resposta à crise.

3.2.2 Política Monetária

O país vinha trilhando um caminho de elevadas taxas de juros em prol da condução de sua política monetária para manter a inflação sobre controle. Com a pressão inflacionária sofrida devido à elevação do preço das *commodities* e da desvalorização do real no ano de 2008, o Copom (Comitê de Política Monetária) estava praticando aumentos consecutivos na taxa de juros, quando a Selic atingiu 13,75% em 10 de setembro de 2008, em pleno estopim da crise. A alta da Selic ocorreu nas vésperas da falência do *Lehman Brothers*, em meio ao aprofundamento da crise global.

A adoção de uma política monetária contracionista, com elevadas taxas de juros, incorre na ampliação da contração de crédito e queda no crescimento do produto agregado, além da piora nos custos financeiros da dívida pública. O Brasil procurou acionar mecanismos anticíclicos para evitar o estabelecimento de uma recessão profunda na economia, o que demonstra que a redução na taxa de juros apenas em janeiro de 2009 aconteceu tardiamente.

A rigidez monetária foi quebrada através de cinco cortes na taxa Selic em 2009, a partir do mês de janeiro, o que reduziu a taxa de 13,75% no fim de 2008 para 8,75% em setembro de 2009. Freitas (2009, p.66) argumenta que:

(...) a manutenção da taxa de juros básica em patamar elevado piorou ainda mais as condições de crédito, tanto para empresas como para bancos de médio e pequeno portes, acelerando o caminho da economia brasileira para a recessão. A profunda retração da oferta de crédito bancário doméstico e a interrupção de linhas comerciais externas foram mais do que suficientes para reduzir a demanda interna e “ancorar as expectativas de inflação”, pois provocaram uma parada brusca da atividade econômica no último trimestre do ano.

A demora na mudança da taxa de juros pelo BCB fez com que a adoção de uma política monetária mais frouxa em meados de 2009 só atuasse na recuperação da economia posteriormente. Como explicado por Almeida (2010), há um intervalo de tempo entre a queda da taxa básica de juros e seus efeitos na atividade real começarem a ser sentidos, portanto, provavelmente a política de juros atuou contra uma possível recessão quando a crise já estava impactando a economia.

3.2.3 Política Creditícia e o papel dos bancos públicos

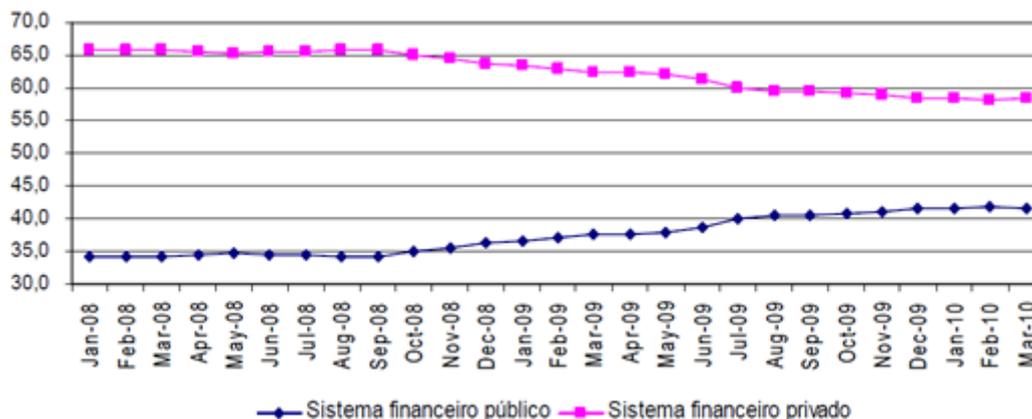
Dado ao cenário instável decorrente da instauração da crise na economia mundial, agentes econômicos apresentaram deterioração nas suas expectativas quanto às condições sobre a atividade econômica, resultando na redução dos gastos das famílias e empresas, e a eliminação de investimentos produtivos. Mediante tais circunstâncias, a conduta anticíclica apresentada pelos bancos públicos foi determinante para enfrentar a crise e reverter a situação de contração de crédito pelos bancos privados.

O governo brasileiro usou seus três grandes bancos públicos – Banco do Brasil, Caixa Econômica e BNDES – para expandir o crédito na economia e assumir o espaço deixado pelos bancos privados ao contraírem seus financiamentos. A ampliação do crédito no sistema financeiro nacional através da injeção de recursos pelos bancos públicos foi fundamental para o país conseguir defender sua economia frente à crise.

Cada banco atuou de formas distintas, visando diferentes setores. O BB atuou na elevação do crédito, particularmente nos setores do comércio exterior e crédito rural, além de ter realizado compras de carteiras de crédito de outras instituições bancárias e cortes nos *spreads* de alguns tipos de empréstimos. Também realizou processos de aquisição de três bancos estaduais (Nossa Caixa Nosso Banco, Banco Estadual de Santa Catarina e Banco do Piauí) e comprou participação no Banco Votorantim. Já a CEF atuou nas frentes de financiamento habitacional, saneamento básico e infraestrutura urbana. E por último, o BNDES incentivou a concessão de empréstimos para investimentos de longo prazo (MENDONÇA & DEOS, 2010).

Como verificado no Gráfico 6, houve uma mudança na configuração do sistema financeiro brasileiro no que diz respeito à participação de bancos públicos e privados. Com o aumento dos empréstimos concedidos pelos bancos públicos ao setor privado e a aquisição de carteiras de crédito de instituições privadas por tais bancos, ocorreu uma elevação no percentual da participação das operações de crédito do sistema financeiro público. Entre os números destaca-se o aumento do volume das operações de crédito da CEF, que entre junho de 2008 e dezembro de 2009, passou de R\$ 58,12 bilhões para R\$ 115,52 bilhões, e os empréstimos do BNDES, que somaram R\$ 209,26 bilhões em dezembro de 2008, um aumento de 13,03% em comparação com o mês de setembro daquele ano (CARVALHO, OLIVEIRA e TEPASSÊ, 2010).

Gráfico 6 – Participação das operações de crédito dos sistemas financeiros público e privado no total das operações de crédito do sistema financeiro. Brasil, 2008-2010.



Fonte: Banco Central do Brasil.

3.2.4 Política Fiscal

Dentre as medidas adotadas pelo país para superar a crise de 2008, o governo brasileiro aprovou um pacote de estímulo fiscal na soma de R\$ 37,9 bilhões, correspondente a 1,2% do PIB do país no ano de 2008. Contudo, de acordo com Prates (2011), o esforço fiscal implantado pelo Brasil foi um dos menores quando comparado com os países do G20⁴⁰. O montante do pacote foi dividido em diversas frentes, tendo sua maior concentração em gastos com infraestrutura (Tabela 10).

A moderada expansão fiscal imposta pelo poder público procurou contrapor-se a retração de crédito e agir em favor da reversão das expectativas dos agentes, mediante aumento dos gastos governamentais em investimentos, especialmente em infraestrutura. Os gastos públicos neste setor são justificados pelo efeito multiplicador de renda que provocam na economia. Em períodos de recessão, os investimentos em infraestrutura estimulam a atividade econômica e geram emprego, com pouco risco de retração dos investimentos privados, além de aprimorar o cenário de crescimento a longo prazo (PRATES, 2011).

40 O G20 (Grupo dos Vinte) é um fórum criado em prol da cooperação econômica internacional de seus membros, composto por 19 países mais a União Europeia. Os países-membros do grupo são: Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia, e União Europeia.

Tabela 10 – Componentes do pacote de estímulo fiscal

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

Fonte: Ministério da Fazenda

O governo decidiu por não retrain seus investimentos programados, ampliando programas existentes. Os gastos públicos em infraestrutura concentraram-se em dois programas do governo. O primeiro, chamado de PAC – Programa de Aceleração do Crescimento – constou na ampliação do mesmo, injetando aproximadamente R\$ 9 bilhões na economia. Por sua vez, a criação do programa “Minha Casa, Minha Vida” em março de 2009 foi destinado ao setor habitacional, com o objetivo de subsidiar construções para famílias de baixa renda.

A medida de redução de alguns de impostos comprometeu 36,9% do pacote fiscal ao implementar uma série de cortes para fomentar setores especialmente impactados pela crise. O consumidor foi incentivado a comprar com o barateamento de alguns produtos por causa da renúncia de alguns impostos pelo governo federal.

Dentro dos cortes de impostos realizados (vide Tabela 11), PRATES (2011) cita os seguintes:

- i) redução do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF);
- ii) redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 3% para 1,5% em operações de crédito direto ao consumidor e cheque especial;

iii) redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para motocicletas, caminhões, automóveis, eletrodomésticos da linha branca, material de construção, bens de capital;

iii) introdução do Regime Especial de Tributação (RET) no setor imobiliário;

iv) redução da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) para 0,65% incidente na produção de motocicletas.

Tabela 11 – Reduções de impostos incluídas no pacote de estímulo

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

Fonte: Ministério da Fazenda

3.2.5 Política Cambial e os Impactos no Comércio Exterior

No que se refere ao câmbio, observa-se uma tendência constante, a partir de 2004, de valorização do real, em um cenário internacional favorável e como reflexo do grande dinamismo dos países emergentes, que foram dinamizados pelos impactos positivos da expansão de *commodities* da China, o chamado “efeito China”. Todavia, a mudança de expectativas e uma abrupta saída de capitais, com a eclosão da crise financeira, revertem essa tendência. De acordo com Castilho (2011, p.107) “(...) entre agosto e dezembro de 2008, o real se desvalorizou 28% frente a uma cesta de 13 moedas”.

É importante ressaltar, também, as relações entre a política de taxa de juros e a política cambial. Como destacam Prates & Farhi (2009, p. 3), “enquanto na fase de farta liquidez internacional, a taxa básica de juros da economia brasileira passou a ser uma **variável determinante** na formação da taxa de câmbio, na atual fase de forte restrição de liquidez, ela voltou a ser uma **variável determinada** pela evolução da crise e seus impactos no grau de aversão aos riscos dos investidores domésticos e internacionais”.

Entretanto, essa desvalorização não se mantém ao longo do tempo, com a taxa de câmbio de 2009 apresentando patamar semelhante ao anterior à crise. A política cambial, que já foi importante fator para o controle dos índices de preço vem apresentando cada vez menos importância, e o câmbio pressiona a inflação.

Até meados de 2008 as exportações brasileiras exibem uma tendência de constante crescimento, seguida também pelo incremento das importações, com reflexo positivo sobre o saldo do balanço comercial. O efeito China, com forte aumento da demanda internacional por *commodities*, influenciou positivamente as exportações nacionais. Associado a isso, destaca-se o crescimento da quantidade e preço das exportações, sobretudo de bens primários, além da diversificação de seus destinos. Entretanto, a valorização do real também foi fator importante para a expansão das importações nesse período, o que, aos poucos, foi corroendo o saldo comercial, que só cresceu até 2006, como pode ser verificado na Tabela 12.

**Tabela 12: Balança comercial brasileira (Em US\$ mil FOB).
Brasil, 2000-2012**

ANO	EXPORTAÇÃO	IMPORTAÇÃO	SALDO
2000	55.085.595	55.783.342	-697.747
2001	58.222.643	55.572.176	2.650.467
2002	60.361.785	47.240.488	13.121.297
2003	73.084.140	48.290.216	24.793.924
2004	96.475.238	62.834.698	33.640.541
2005	118.308.387	73.605.509	44.702.878
2006	137.807.470	91.350.841	46.456.629
2007	160.649.073	120.617.446	40.031.627
2008	197.942.443	173.106.691	24.835.752
2009	152.994.742	127.704.937	25.289.806
2010	201.915.285	181.768.427	20.146.858
2011	256.039.575	226.246.756	29.792.819
2012	242.579.776	223.164.289	19.415.487

Fonte: MDIC/SECEX. Elaboração própria

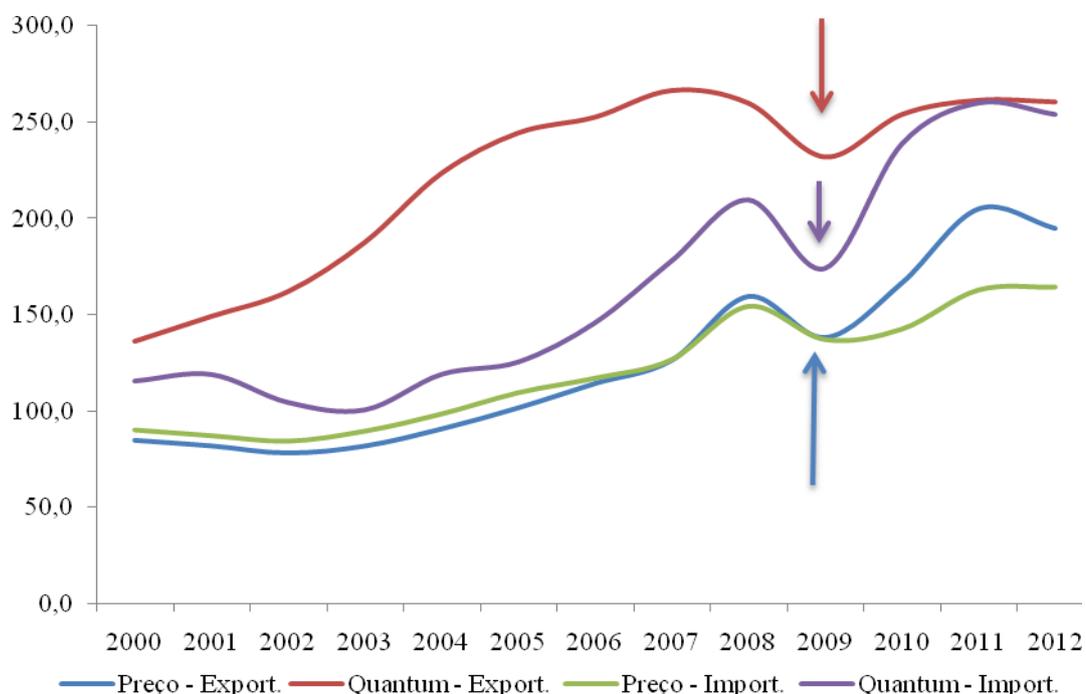
A crise financeira internacional de 2008 interrompeu também o ciclo de expansão do comércio exterior brasileiro. Em relação aos canais de transmissão, dois apresentam importantes efeitos sobre o comércio do Brasil com o restante do mundo. Primeiro, é a queda do preço das *commodities* reflexo da redução da demanda internacional. E segundo, a forte desvalorização do real, como já ressaltado anteriormente, o que impactou a saúde financeira de diversas grandes empresas exportadoras (CASTILHO, 2011).

Como efeito da crise sobre a dinâmica do comércio exterior, observa-se uma importante redução das quantidades exportadas e importadas, mas também, só que em menor intensidade, dos seus valores. Como observado nos dados da Tabela 12, há uma queda de 22,7% das exportações e 26,2% das importações do ano de 2008 para 2009.

Em relação aos efeitos da crise sobre as exportações industriais, observa-se que os produtos manufaturados são os que apresentam a maior contração das exportações (-27,3%, entre 2008 e 2009), seguido pelos produtos semimanufaturados (-24,3%) e dos produtos básicos (15,2%).

Através do gráfico 7, percebe-se que a crise financeira teve seu maior impacto sobre a quantidade comercializada, do que sobre os preços. Esse fato serve tanto para exportações, como para as importações realizadas, apesar do *quantum* importado ter caído em proporção maior. Como afirmado por Castilho (2011), a suspensão dos investimentos, devido à reversão das expectativas das empresas, e a queda da produção mundial são os motivos pelos quais se diminui a quantidade de importações feitas pelo Brasil. Já as quantidades exportadas vinham apresentando tendência de queda desde o ano de 2007, movimento que foi compensado temporariamente pelo aumento dos preços. Contudo, a queda dos preços das *commodities* em meados de 2008 intensificou a queda do índice de preço das exportações e proporcionou uma contração maior das quantidades exportadas.

Gráfico 7 – Evolução anual do quantum e dos preços das exportações e importações brasileiras. Brasil, 2000-2012.



Fonte: FUNCEX e IPEA. Elaboração Própria.

A recuperação das exportações dos produtos manufaturados

“(…) também foi mais lenta, por diversas razões. Em primeiro lugar, alguns setores manufaturados – notadamente o automotivo – foram muito afetados pela crise financeira. Em segundo lugar, as exportações desses produtos, pelas características de seus contratos (maior valor e prazo), foram os mais afetados pela contração do crédito. Em terceiro lugar, em geral, exportações de manufaturados apresentam elasticidades-renda mais elevadas. No caso brasileiro, as exportações de manufaturados dirigem, sobretudo, para países da América Latina, e estimações mostram que essas exportações para tais destinos são, em geral, mais sensíveis a variações da renda.” (CASTILHO, 2011, p. 117)

No que se refere aos destinos das exportações e origem das importações, alguns aspectos merecem ser destacados. As exportações brasileiras vêm diversificando, a partir de 2003, o número de países para onde são vendidas. Os Estados Unidos, que em 2003 absorviam 22,8% de todas as exportações nacionais, perdem participação ao longo da década, principalmente entre 2008 e 2009, quando chegam a uma participação de 10,2%, reflexo da

forte retração econômica do país e da conseqüente redução da demanda. Em contrapartida, a China ganha peso relativo expressivo no volume das exportações, passando de 6,2% em 2003, para 17,0% em 2012. Esse fenômeno está fortemente ligado a forte demanda chinesa por produtos agrícolas e minerais. A crise, nesse caso, afetou a taxa de crescimento das exportações brasileiras para a China, porém mesmo entre 2008 e 2009, há um crescimento do volume e da participação chinesa no montante exportado.

Destaca-se também a iniciativa do Ministério das Relações Exteriores no intuito de fortalecer as relações comerciais com os países da América do Sul e dos BRICs. Os membros do Mercosul reduzem a demanda por produtos exportados brasileiros no período da crise, contudo a partir de 2010 retomam as exportações e continuam sendo importantes parceiros comerciais em termos de comércio exterior. Enfim, os oito principais países de destino das exportações representavam 52% do volume das exportações brasileiras, mas apresentam tendência de perda de peso relativo até a crise de 2008. Todavia, observa-se, a partir de 2010, a retomada da importância desses países na participação das exportações nacionais.

Tabela 13– Participação dos principais países de destino das Exportações brasileiras (US\$ milhões FOB). Brasil, 2003-2012

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Demais Países	48,1	48,6	50,3	51,0	50,5	51,1	51,5	49,4	47,3	48,1
China	6,2	5,6	5,8	6,1	6,7	8,3	13,7	15,2	17,3	17,0
Estados Unidos	22,8	20,8	19,0	17,8	15,6	13,9	10,2	9,6	10,1	11,0
Argentina	6,2	7,6	8,4	8,5	9,0	8,9	8,4	9,2	8,9	7,4
Países Baixos (Holanda)	5,8	6,1	4,5	4,2	5,5	5,3	5,3	5,1	5,3	6,2
Japão	3,2	2,9	2,9	2,8	2,7	3,1	2,8	3,5	3,7	3,3
Alemanha	4,3	4,2	4,2	4,1	4,5	4,5	4,0	4,0	3,5	3,0
Venezuela	0,8	1,5	1,9	2,6	2,9	2,6	2,4	1,9	1,8	2,1
Chile	2,6	2,6	3,1	2,8	2,7	2,4	1,7	2,1	2,1	1,9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: MDIC/SECEX. Elaboração própria

Em termos de importações, presencia-se a mesma tendência de redução da participação dos Estados Unidos e, também nesse caso da Argentina, e forte expansão relativa da China, ao longo do período de 2003 a 2012. Em meio à crise financeira de 2008 e seguindo a tendência de forte queda das importações brasileiras por cauda da significativa retração da economia nacional, constata-se uma redução do volume importado de todos os principais países de origem, em especial da Nigéria, França, Estados Unidos e China.

Nas importações, verifica-se uma maior concentração da participação dos principais países dos produtos importados. Até 2008 havia uma leve tendência à diversificação, mas a crise também retrocede esse processo.

Tabela 14– Participação dos principais países de origem das Importações brasileiras (US\$ milhões FOB). Brasil, 2003-2012

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Demais Países	38,4	38,2	39,3	40,0	39,8	40,9	35,7	37,0	37,2	37,1
China	4,5	5,9	7,3	8,7	10,5	11,6	12,5	14,1	14,5	15,3
Estados Unidos	19,8	18,1	17,2	16,0	15,5	14,8	15,7	14,9	15,0	14,5
Argentina	9,7	8,9	8,5	8,8	8,6	7,7	8,8	7,9	7,5	7,4
Alemanha	8,7	8,1	8,4	7,1	7,2	6,9	7,7	6,9	6,7	6,4
Coréia do Sul	2,2	2,8	3,2	3,4	2,8	3,1	3,8	4,6	4,5	4,1
Nigéria	3,1	5,6	3,6	4,3	4,4	3,9	3,7	3,3	3,7	3,6
Japão	5,2	4,6	4,6	4,2	3,8	3,9	4,2	3,8	3,5	3,5
Itália	3,6	3,3	3,1	2,8	2,8	2,7	2,9	2,7	2,8	2,8
México	1,1	1,1	1,1	1,4	1,6	1,8	2,2	2,1	2,3	2,7
França	3,7	3,6	3,7	3,1	2,9	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: MDIC/SECEX. Elaboração própria

Outro aspecto que merece ser ressaltado na análise da pauta de produtos exportados e importados pelo Brasil e, nesse caso a China é um bom exemplo dessa dinâmica, é o aumento das exportações de *commodities* (de menor valor agregado), em contraponto ao aumento das importações de bens industrializados (de maior valor agregado). Alguns autores inclusive falam em um reforço do movimento de primarização da pauta exportadora brasileira, sobretudo após a crise (CASTILHO, 2011). Em termos geográficos,

“(…) as vendas brasileiras para os diversos mercados têm perfis bastante diferenciados, o presente “rearranjo” geográfico parece reforçar a especialização da pauta de exportações em produtos de menor valor agregado e revela uma aparente contradição, segundo a qual o mercado mais “dinâmico” das exportações brasileiras (no sentido de maiores taxas de crescimento) é um grande comprador de produtos de produtos de baixo “dinamismo” (no sentido de geração de valor)”. (CASTILHO, 2011, p. 122)

Ressalta-se, ainda, que as exportações de produtos manufaturados permanecem sem apresentar uma trajetória de crescimento. Enfim, a retração das exportações e importações não se mantém ao longo do tempo, e retomam seu dinamismo já a partir de 2010. Em 2011, o balanço comercial volta ao patamar do período pré-crise. Entretanto, ainda de acordo com

Castilho (2011), algumas mudanças, sobretudo na pauta de exportações – inicialmente atribuídas à crise – demonstraram-se inalteradas e têm reforçado tendências observadas ao longo da década passada. Entre elas, destaca-se a especialização da pauta exportadora em *commodities*, já mencionado anteriormente, além de um processo de “desindustrialização” da pauta, com perda de participação dos produtos manufaturados nas exportações brasileiras.

3.2.6 Balança de Pagamentos Brasileira e Fuga de Capital

As contas externas, apesar de apresentaram resultados positivos no período da crise, demonstraram comportamento distinto. Enquanto em 2008 o resultado do balanço de pagamentos foi de US\$ 2,97 bilhões, em 2009 cresceu expressivamente para US\$ 46,6 bilhões (Tabela 15).

Observa-se, entre 2007 e 2008, uma forte retração da conta de capital e financeira, de US\$ 89,1 bilhões, em 2007, para US\$ 29,4 bilhões. Esse movimento é verificado, sobretudo, pela forte queda dos investimentos em carteira e outros investimentos. Essa diminuição só não foi mais expressiva pela manutenção do alto patamar de recursos em investimento estrangeiro direto (IDE). Como destaca Prates, Cunha & Lélis (2011), a entrada de IDE está relacionada a uma forte perspectiva de lucro nos setores primários (principalmente extrativa mineral e biocombustíveis) e secundário baseado em recursos naturais (como metalurgia e produtos alimentícios), reflexo de uma trajetória de elevação de preços desses produtos até meados de 2008.

O resultado superavitário do balanço de pagamentos em 2008 só foi obtido através do superávit de US\$ 28,3 bilhões da conta financeira frente ao déficit das transações correntes de US\$ 28,2 bilhões somados aos erros e omissões. Nas transações correntes, ressalta-se a, já mencionada, retração do balanço comercial e também o aumento do déficit na conta de serviços e renda.

Em 2009, o resultado favorável do balanço de pagamentos continua sendo proporcionado pelo desempenho da conta financeira. A conta de capital e financeira desse ano foi de US\$ 70,6 bilhões. No que se refere à conta financeira, destaca-se a forte recuperação dos investimentos de carteira que atingem patamares maiores do que o do período pré-crise (US\$ 49,1 bilhões). Esse movimento dá-se como reflexo do retorno dos investimentos

estrangeiros, que no momento da crise optaram por estratégias mais conservadoras. Destaca-se por fim, uma mudança em relação ao perfil do investimento em carteira de 2009 em relação ao ano de 2007: i) redução dos empréstimos negociados no Brasil de curto e longo prazo, por causa da restrição de crédito internacional, e ii) aumento dos investimentos de ações de companhias brasileiras.

Quanto aos investimentos diretos, eles representam um montante de US\$ 36 bilhões em 2009, com US\$ 10 bilhões de investimentos brasileiro direto, neste caso destaca-se os empréstimos intercompanhia num montante de US\$ 14,6 bilhões, e US\$ 25,9 bilhões em investimentos estrangeiros direto, dos quais a participação no capital (investimentos em novas plantas, aporte de capital em empresas já existentes e operações de fusões e aquisições) é bem mais expressiva que os empréstimos intercompanhia.

Já o balanço de transações correntes mantém-se deficitário em 2009, porém em um patamar menor que 2008. Nesse caso, ressalta-se a balança de serviços e renda, que apesar de se manter deficitária (- US\$ 52,9 bilhões) apresenta um resultado menor que 2008, contudo ainda bem acima do momento pré-crise. Esse resultado é obtido pela combinação do déficit de rendas (menor que em 2008) com o déficit de serviços que conservam tendência de crescimento, mesmo após a crise. Em relação ao balanço comercial, há uma pequena melhora (US\$ 25,3 bilhões) apesar de representar uma menor movimentação das exportações e importações. Tem-se assim um resultado do balanço, após considerarmos os erros e omissões, de US\$ 46,6 bilhões em 2009.

Outro aspecto importante e que pode ser observado através do balanço de pagamentos é a fuga de capitais que ocorreu no país no período da crise. Esse processo é verificado principalmente através: i) da queda dos investimentos de *portfolio*; ii) da retração dos fluxos de IDE; iii) da expansão das remessas de lucro pelas filiais das Empresas Transnacionais e dos bancos estrangeiros, como ressalta Prates, Cunha & Lélis (2011).

Como já destacado, os investimentos em carteira apresentam uma retração de 97,7% entre 2007 e 2008, diante da forte aversão ao risco e preferência pela liquidez do mercado internacional. Neste mesmo período observa-se um aumento dos fluxos de investimento direto estrangeiro, tanto de participação do capital, quanto de empréstimos intercompanhia. No caso brasileiro, a queda do IED acontece apenas em 2009 quando há uma retração de 42,4%.

Enfim, confirma-se a forte expansão das remessas de lucros no balanço de pagamentos com o crescimento de 51% dessa modalidade entre 2007 e 2008. Em 2009, os lucros e dividendos apresentam uma retração, mas se mantem em patamar maiores que 2007. Há nesse caso, uma tendência crescente ao longo da última década de aumento dos lucros e dividendos e que vem contribuindo para o déficit da balança de serviços e renda.

Tabela 15 - Balanço de Pagamentos: Contas Seleccionadas (em US\$ milhões). Brasil, 2000-2012

Contas do BP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Transações Correntes (TC)	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.273	-52.473	-54.246
Balança comercial (fob)	-698	2.650	13.121	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.147	29.794	19.431
Exportação de bens	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649	197.942	152.995	201.915	256.040	242.580
Importação de bens	55.783	55.572	47.240	48.290	62.835	73.606	91.351	120.617	173.107	127.705	181.768	226.246	223.149
Serviços e rendas (líquido)	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.322	-85.251	-76.523
Serviços (frete, viagens, etc.)	-7.162	-7.759	-4.957	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.219	-16.690	-19.245	-30.835	-37.932	-41.075
Juros	-14.649	-14.877	-13.130	-13.020	-13.364	-13.496	-11.289	-7.305	-7.232	-9.069	-9.610	-9.719	-11.847
Lucros e dividendos	-3.316	-4.961	-5.162	-5.640	-7.338	-12.686	-16.369	-22.435	-33.875	-25.218	-30.375	-38.166	-24.112
Outras rendas	79	95	102	109	181	214	177	448	545	603	498	567	511
Transferências unilaterais	1.521	1.638	2.390	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	3.338	2.902	2.984	2.846
Conta Capital e Financeira (CCF)	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.523	-9.464	16.299	89.086	29.352	71.301	99.912	112.380	72.762
Conta Capital	273	-36	433	498	372	663	869	756	1.055	1.129	1.119	1.573	-1.877
Investimento Direto	30.498	24.715	14.108	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518	24.601	36.033	36.919	67.689	68.093
Investimento em carteira, derivativos e outros	-11.444	2.373	-6.537	-5.281	-16.234	-22.676	24.810	60.811	3.695	34.139	61.874	43.118	6.545
Erros e Omissões	2.637	-531	-66	-793	-1.912	-201	628	-3.152	1.809	-347	-3.538	-1.271	384
Resultado do Balanço	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484	2.969	46.651	49.101	58.637	18.900

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

3.3 ANÁLISE DOS EFEITOS DA CRISE SOBRE A ECONOMIA DA AMÉRICA LATINA

A América Latina vinha apresentando uma significativa retomada da atividade econômica acompanhada por uma melhora dos principais aspectos macroeconômicos, na primeira década do século XXI, em meio a um cenário externo extremamente favorável. Nesse contexto, verifica-se um importante avanço do quadro social, com redução da pobreza e desigualdade, e indicadores de mercado de trabalho e renda.

A evolução das contas públicas, especialmente no período de 2004 a 2008, se deu pela expansão do superávit primário, associado a uma diminuição do déficit do setor público. Verificou-se também, nesse período, um superávit da conta corrente do Balanço de Pagamentos que estava fortemente ligado a “(...) recuperação dos termos de intercâmbio (em particular na América do Sul) e ao crescimento das remessas dos trabalhadores emigrados (no México e, sobretudo, na América Central)” (CEPAL, 2009, p.14).

Em um contexto de grande liquidez internacional, o excedente da conta corrente possibilitou que os países latino-americanos reduzissem seu endividamento externo e pudessem renegociar condições mais vantajosas, ao mesmo tempo em que conseguiam acumular ativos de reservas. Em síntese, esse novo cenário macroeconômico, com expansão da atividade econômico e melhoria do quadro fiscal, permitiu a redução da dívida pública nesses países (CEPAL, 2009).

Apesar das importantes diferenças inter-regionais, os países latino-americanos cresceram em média acima de 4% entre 2004 e 2008. Como destaca o balanço preliminar das economias da América Latina e do Caribe da Cepal (2009), o impacto da crise internacional passou a ser percebido em praticamente todos os países da região com mais intensidade no último trimestre do ano de 2008, gerando uma redução no ritmo de crescimento da atividade econômica em 2008, e taxas negativas do PIB em 2009. Na média a região mostrou uma retração de seu produto de -1,9% (Vide Tabela 16). México, Chile e Brasil foram alguns dos países que apresentarem queda no nível de atividade das suas economias, diferente do comportamento que evidenciaram entre os anos de 2004 e 2008.

Tabela 16: Taxa de Variação Anual do PIB em %: América Latina, 2004-2011

Países e Regiões	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Argentina	9	9,2	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9
Belize	4,6	3	4,7	1,3	3,6	0	2,7	2,3
Bolívia	4,2	4,4	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,2
Brasil	5,7	3,2	4	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7
Chile	6	5,6	4,6	4,6	3,7	-1	6,1	6
Colômbia	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4	5,9
Costa Rica	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1	4,7	4,2
Cuba	5,8	11,2	12,1	7,3	4,1	1,4	2,4	2,7
Dominica	3,3	-0,5	4,4	6	7,7	-0,7	0,9	-0,3
Equador	8,2	5,3	4,4	2,2	6,4	1	3,3	8
El Salvador	1,9	3,6	3,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	1,5
Guatemala	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,9	3,9
Guiana	1,6	-2	5,1	7	2	3,3	4,4	5,4
Haiti	-3,5	1,8	2,3	3,3	0,8	2,9	-5,4	5,6
Honduras	6,2	6,1	6,6	6,2	4,2	-2,1	2,8	3,6
Jamaica	1,3	0,9	2,9	1,4	-0,8	-3,5	-1,5	1,3
México	4,1	3,3	5,1	3,4	1,2	-6	5,6	3,9
Nicarágua	5,3	4,3	4,2	5	2,9	-1,4	3,1	5,1
Panamá	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,9	7,5	10,8
Paraguai	4,1	2,1	4,8	5,4	6,4	-4	13,1	4,4
Peru	5	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9
República Dominicana	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	4,5
Suriname	0,5	7,2	11,4	4	3,1	7,7	7,3	4,4
Uruguai	11,8	6,6	4,1	6,5	7,2	2,4	8,9	5,7
Venezuela	18,3	10,3	9,9	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2
América Latina	5,9	4,6	5,5	5,6	4	-1,9	6	4,3

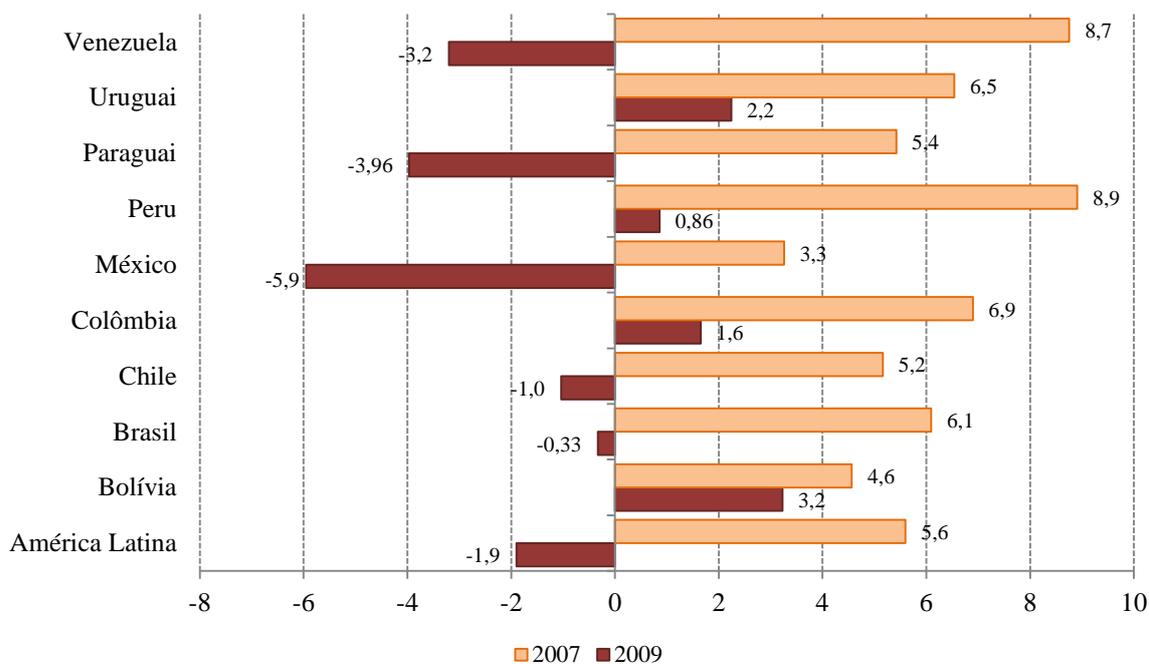
Fonte: CEPAL (2012). Elaboração Própria.

Devido à amplitude da crise, todas as regiões do mundo foram afetadas (conforme abordado no Capítulo 2), não excluindo a América Latina. Contudo, esta crise diferencia-se de anteriores por ter sido gerada em países desenvolvidos, e por ter chegado à região latino-americana em um momento diferenciado. Esses países vinham apresentando crescentes reservas internacionais, equilíbrio ou superávit fiscal, manutenção de taxas de inflação em nível pouco elevado, prática de juros elevados e melhores condições de liquidez e solvência, o que possibilitou maiores capacidades de reduzir seu endividamento, em meio a um ambiente externo favorável. Nesta conjuntura, as economias latino-americanas apresentavam-se bem mais sólidas, em termos de liquidez e solvência, para o enfrentamento da crise. Se comparado às crises sofridas nos anos 80 e 90, destaca-se que dessa vez os sistemas financeiros dos

países dessa região seguiram a tendência mundial de retração de crédito, mas sem se desestabilizarem. (CEPAL, 2009).

Como pode ser observado no gráfico 8, se comparado as taxas médias de crescimento do PIB de 2007 e 2009, de fato ocorreu uma importante retração. Entre os principais países latino americanos, destaca-se o México, que por pertencer a NAFTA e ter forte ligação com economia americana, reflexo também de uma estrutura industrial bastante especializada em maquiladoras, teve uma queda de 6% do seu produto. A Venezuela, que demonstrou um crescimento de 8,8% em 2007, com a crise, evidenciou uma contração de 3,2% do PIB, com a queda da atividade econômica mundial e uma menor demanda por petróleo, a principal indústria do país. Bolívia, Uruguai, Colômbia e Peru exibiram taxas de crescimento positiva, porém menores do que o patamar de 2007. Em síntese, verifica-se que a crise impactou todos os países da América Latina, contudo com maneiras e intensidades diferentes. O impacto acabou por ser maior sobre aquelas economias que apresentavam maior integração comercial com os Estados Unidos.

Gráfico 8: Taxa de Crescimento do PIB a preços de mercado. Países Selecionados, 2007 e 2009.



Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

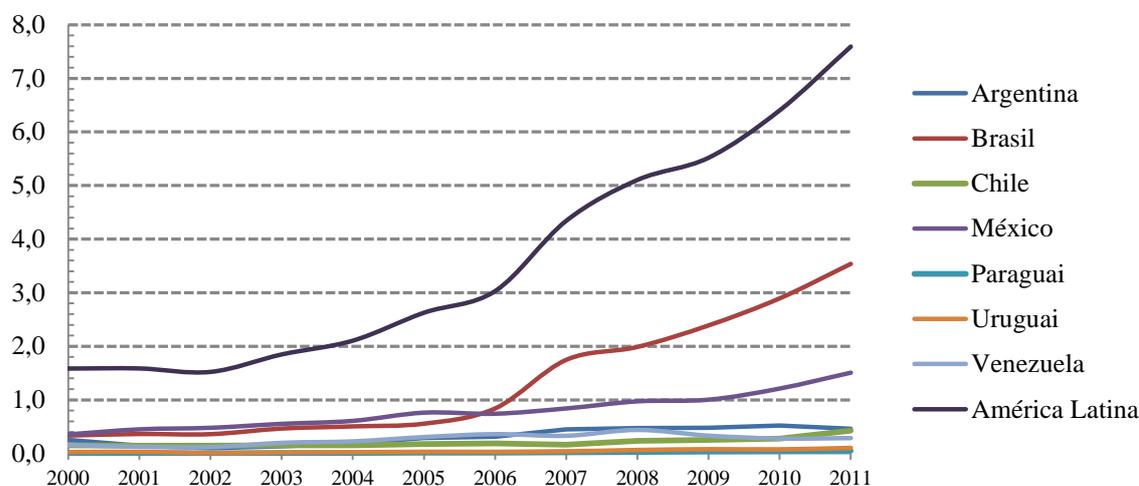
Já a partir de 2010, observa-se a retomada da atividade econômica na região, com o crescimento médio do PIB de 6,0%. Destaca-se a forte expansão do produto do Paraguai (13,1%), Argentina (9,2%), Uruguai (8,9%), Peru (8,8%), Brasil (7,5%), Chile (6,1%) e México (5,6%). Apenas o Haiti apresenta destoante com crescimento da atividade econômica em 2009, e forte retração em 2010, reflexo dos impactos do terremoto que atingiu o país em janeiro de 2010.

Todavia, apesar da rápida recuperação pós-crise da região latino americana, essa região não conseguiu manter um patamar de incremento da atividade econômica na média do período de 2004-2008. Em 2011, a taxa média do crescimento do PIB foi de 4,3%, e espera-se que no futuro em meio a um cenário internacional mais desfavorável, a região encontre mais dificuldades para manter o dinamismo da atividade econômica, o ritmo de geração de emprego e as melhorias no combate à pobreza e condições sociais.

Em termos macroeconômicos, um dos fatores que proporcionaram uma saída mais rápida dos países latino americanos da crise foi o nível de reservas acumulado no período do maior dinamismo econômico na região, entre 2004 e 2008.

A acumulação de reservas internacionais chegou a atingir, no ano de 2008, número superior a US\$ 500 bilhões para a América Latina, dentre os quais US\$ 198 bi para o Brasil, US\$ 97 bi para o México e US\$ 47 bi para Argentina, segundo dados da CEPAL. O crescimento desse número foi proporcionado pelo saldo positivo da balança comercial e pela melhoria do saldo externo dos países, resultado da mudança na composição dos passivos, mediante redução do endividamento externo público e aumento dos ativos financeiros, como destaca Ocampo (2009). Se somadas as reservas da Argentina, Brasil, Chile, México e Venezuela, elas representam cerca de 80% do montante para a América Latina. Ou seja, apesar do importante crescimento dessas reservas ao longo da última década, o grande volume delas foi concentrado nos países de maior dinamismo econômico, apresentando uma pauta mais diversificada.

Gráfico 9: Reservas Internacionais. Países selecionados e América Latina, 2000-2011 (em US\$ bilhões)



Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

No que se refere aos efeitos da crise sobre a produção industrial, os dados do PIB para os subsetores da indústria demonstram que também na América Latina como um todo houve uma forte retração do seu produto, com exceção dos serviços de eletricidade, gás e água. A indústria de transformação foi a mais atingida, com retração de 7,1% do PIB, seguido pela extrativa mineral (-2,9%) e construção civil (-2,8%).

Como será abordado em seguida, a partir da adoção de medidas anticíclicas e da saída da região da crise, a atividade industrial retoma seu dinamismo a partir de 2010. Ressalta-se que, neste ano, a indústria que teve a maior recuperação e crescimento foi a de transformação, seguida pelos serviços de eletricidade, gás e água, e construção civil. Já em 2011, foi a construção civil que mostrou um maior dinamismo. Observa-se assim, que a América Latina como um todo vem conseguindo se recuperar da crise também através do setor industrial, porém a mudança do cenário internacional ainda representa um entrave para uma retomada sustentada de todas as atividades dos subsetores industriais.

Tabela 17: Taxa de Crescimento do PIB Industrial. América Latina, 2000-2011.

Período	Extrativa Mineral	Transformação	Serviços de eletricidade, gás e água	Construção
2000	2,9	5,2	4,2	1,5
2001	2,1	- 1,8	- 1,7	- 2,0
2002	- 2,8	- 0,7	2,2	- 1,0
2003	3,0	1,5	3,2	- 1,2
2004	4,7	7,3	5,5	7,6
2005	1,8	3,6	3,4	6,0
2006	1,1	4,6	5,6	10,1
2007	0,0	4,4	3,9	6,6
2008	1,1	1,9	2,3	6,3
2009	- 2,9	- 7,1	1,8	- 2,8
2010	2,6	8,1	7,4	3,3
2011	0,8	4,1	4,5	5,3

Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

A crise veio interromper um processo de importante crescimento da atividade industrial na região, entre 2004-2008. Destaca-se nesse processo a importante expansão das atividades da construção civil, influenciada pelo aumento do investimento em infraestrutura econômica e social e dinamismo do mercado imobiliário, e da indústria manufatureira, reflexo da expansão da demanda por *commodities*, principalmente da China, mas também do aquecimento dos mercados internos locais (expansão do consumo e do crédito), como pode ser observado na Tabela 17.

Em relação à formação bruta de capital, esta apresenta, em 2009, uma forte retração de -12,5%. A partir de 2010, ocorre uma retomada dos investimentos na região, com crescimento de 15,1% da FBK. Mas, em 2011 esse índice fica em 8,3%, o que demonstra uma dificuldade em se manter um patamar elevado de investimentos na América Latina, que é fundamental para o enfrentamento de gargalos de infraestrutura econômica e social que possibilitariam um crescimento mais sustentado da atividade econômica no futuro. O consumo que estagna em 2009, retoma seu dinamismo a partir de 2010, contudo a diminuição do crescimento da renda média e do crédito podem afetar seu comportamento.

Tabela 18: Taxas de crescimento anual do Produto Interno Bruto na ótica da demanda. América Latina, 2000-2011.

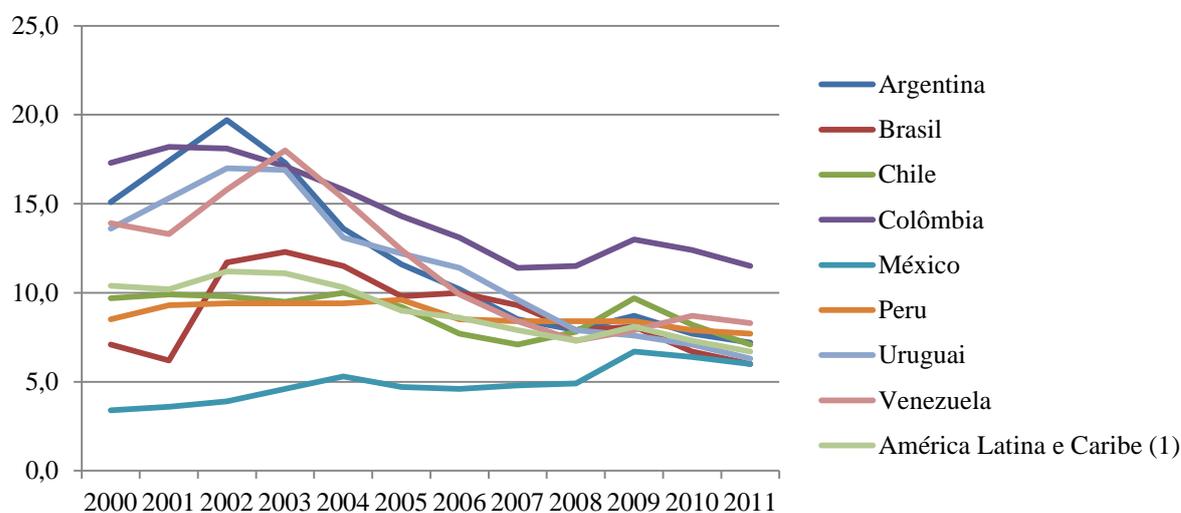
Período	Consumo Total	Formação bruta de capital	Exportação de bens e serviços	Importação de bens e serviços	Produto interno bruto (PIB)
2000	4,1	9,9	10,9	12,8	4,4
2001	1,4	1,5	0,3	0,0	0,7
2002	0,8	- 7,2	2,0	- 5,6	0,5
2003	1,5	- 6,2	3,8	1,5	1,7
2004	4,9	11,2	12,5	14,2	5,9
2005	5,2	7,6	7,9	11,2	4,6
2006	5,7	11,4	6,7	14,5	5,5
2007	6,0	11,3	5,6	13,0	5,6
2008	4,0	9,3	1,7	8,0	4,0
2009	0,0	- 12,5	- 9,4	- 14,8	- 1,9
2010	5,8	15,1	11,6	22,8	6,0
2011	4,8	8,3	6,3	10,4	4,3

Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

Outro setor fortemente impactado pela crise foi o turismo. Essa atividade tem uma participação mais expressiva na América Central, e em 2009 apresentou uma importante retração, sobretudo no primeiro semestre deste ano, como destaca os dados do Balanço Preliminar das Economias da América Latina e Caribe (2009).

A crise financeira internacional afetou não apenas o dinamismo da atividade econômica, mas também a taxa de desemprego na região. Após uma tendência de queda constante, a partir de 2003/2004, dos dados de desemprego, ao longo de 2009 verifica-se uma elevação desse índice para América Latina, chegando a 8,1%. Na análise de alguns países selecionados, destaca-se a permanência de altos patamares de desemprego na Colômbia, um rápido crescimento do desemprego no Chile e no México, além do caso do Uruguai, onde ocorre uma manutenção da queda do desemprego mesmo em 2009. Com a recuperação a partir de 2010, a região volta a apresentar queda nas taxas de desemprego, que segundo dados da Cepal (2012), a redução deste índice deve continuar a ocorrer.

Gráfico 10: Taxa de Desemprego. Países Seleccionados e América Latina e Caribe, 2000-2011.



Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

Nota (1): Dados disponíveis agregados para América Latina e Caribe.

3.3.1 Efeito contágio e canais de transmissão na América Latina

O efeito contágio da crise nos países emergentes, inclusive na América Latina, ocorreu a partir de alguns canais de transmissão, que segundo Prates, Cunha & Lélis (2011), representam as múltiplas relações de interdependência entre as economias em desenvolvimento e as avançadas. Os principais canais de transmissão de acordo com Prates, Cunha & Lélis (2011), Ocampo (2009) e Cepal (2009), são:

- i) retração de crédito internacional;
- ii) redução da demanda externa e dos preços das *commodities*;
- iii) arrefecimento das remessas unilaterais dos imigrantes;
- iv) queda dos investimentos de *portfolio*;
- v) diminuição dos fluxos de IED;
- vi) expansão de remessas de lucro.

No que se refere ao sistema financeiro, as turbulências e a retração de crédito não ocorreram da mesma forma nos diversos países latino americanos. Como destaca o Balanço Preliminar das Economias da América Latina e Caribe (2009), três exceções merecem destaque: Brasil, Chile e Peru. Nestes países, a partir do final de 2008, houve uma importante

contração de crédito dos bancos privados, em termos gerais. Em contraposição ao cenário internacional menos favorável para expansão do crédito, observou-se a adoção de políticas anticíclicas, onde a participação dos bancos públicos foi essencial para financiar a retomada da economia.

Destaca-se por fim que, à exceção do Brasil, a maioria dos países da região tem uma participação dos bancos públicos no total do crédito bastante significativa, o que facilita a adoção e a eficácia destas medidas. No caso brasileiro, como já foi destacado, houve uma forte retração do crédito, sobretudo dos bancos privados. Contudo, políticas bancárias, como a redução do compulsório e outras medidas de liquidez, além da ampliação do alcance dos bancos públicos, foram fundamentais para retomada do crédito a partir de 2009.

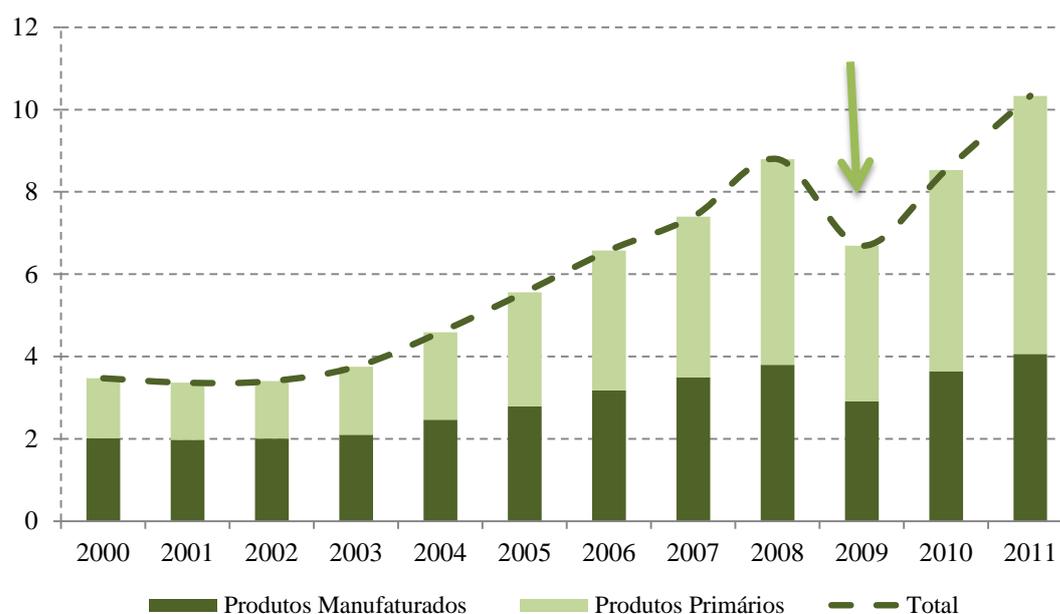
A crise interrompe um movimento de expansão das exportações dos principais países da América Latina, que vinha com maior intensidade a partir de 2004. Os países andinos apresentam crescimento das exportações, com grande peso dos produtos minerais, desde a Venezuela até o Chile. Já Argentina, Brasil e Paraguai vinham beneficiando-se do crescimento da demanda por produtos agrícolas que ajudaram na expansão do volume de suas exportações. Essa expansão dos produtos primários, em especial os produtos minerais, energéticos e agrícolas, tem forte relação com o efeito China, que já foi destacado na dinâmica do comércio exterior brasileiro (Ocampo, 2009). Por fim, a Venezuela beneficia-se da expansão dos preços do petróleo em um momento de crescente procura pelo produto.

A mudança do cenário internacional reflete diretamente na diminuição da demanda externa e dos preços das *commodities*, como pode ser observado a partir dos dados de comércio exterior. O Gráfico 11 mostra a queda das exportações em 2009. O menor nível da atividade mundial e a redução da demanda internacional, principalmente chinesa, por produtos primários é uma das principais justificativas para forte contração das exportações naquele ano. Constata-se uma queda das exportações de produtos manufaturados, porém em menor intensidade. A partir de 2010, verifica-se a recuperação das exportações, tanto de bens primários quanto industriais, em meio ao arrefecimento da crise internacional.

No tocante aos produtos primários, deve-se ressaltar a queda dos preços das *commodities*. Após o nível de preços das *commodities* terem chegado a valores bastante altos em meados de 2008, como consequência da forte demanda nos países em desenvolvimento e da especulação gerada através de operações em mercados futuros, foi percebida forte retração nos valores negociados destes produtos com o agravamento da crise financeira e desaceleração das economias avançadas. È enumerado um conjunto de fatores para explicar

como se deu a reversão dos preços das *commodities* naquele momento. Como primeiro ponto, têm-se a contração do crédito (*credit crunch*) e a retração do consumo nos países desenvolvidos, especialmente EUA e Europa (como já abordado no segundo capítulo). Em seguida, verifica-se a ocorrência de contágio da crise entre as economias em desenvolvimento, que contribuiu para a desaceleração da demanda por produtos primários. A crise de iliquidez nos mercados financeiros também é um fator a ser considerado por ter provocado menos movimentos especulativos nos mercados futuros, gerando volatilidade e pressão altista sobre os preços *spot*. E por último, a valorização do dólar em decorrência do movimento de fuga para a segurança dos investidores (IEDI, 2009c).

Gráfico 11 - Exportações Totais por grupo de produtos (em US\$ milhões FOB). América Latina e Caribe, 2000-2011.



Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

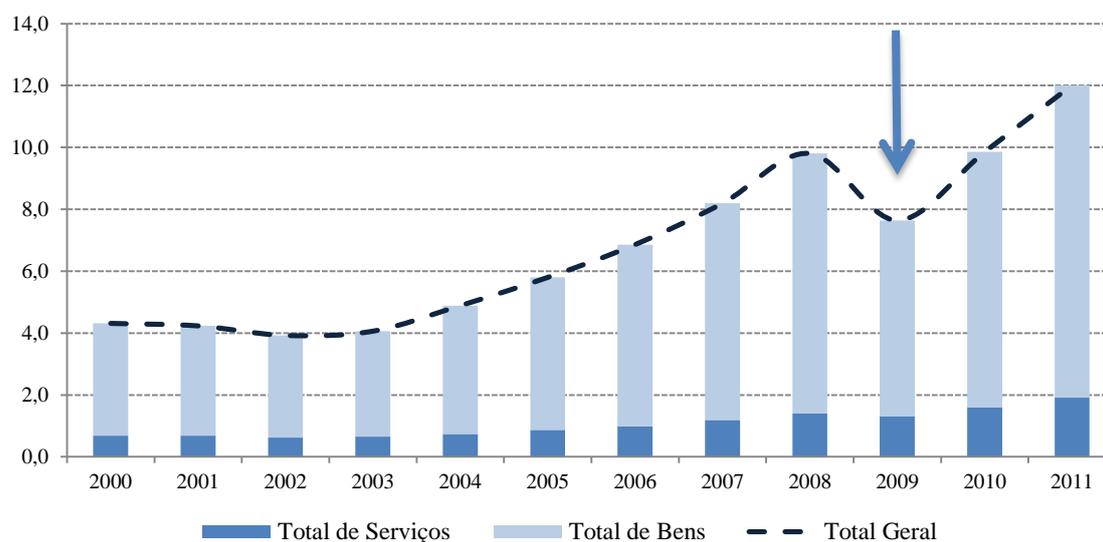
Nota: Apenas estão disponíveis dados para o agregado da América Latina e Caribe, o que incluem os seguintes países: Argentina, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Cuba, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Peru, República Dominicana, Trinidad e Tobago, Uruguai, Venezuela.

As importações que vinham em uma tendência de expansão tanto dos preços quanto das quantidades ao longo de toda a década dos anos 2000, também enfrentaram uma forte redução em 2009. A pauta importadora latino-americana mostra uma maior participação dos bens em relação aos serviços. No momento da crise, são os primeiros os mais afetados. Entre

2008 e 2009, verifica-se uma retração de 24,7% dos bens importados na região, dentre os quais -9% nos preços e -16% nas quantidades. Entre os principais produtos importados por categoria de uso, os que sofreram maiores quedas no período de janeiro a setembro de 2008 em comparação a janeiro e setembro de 2009, foram os combustíveis e lubrificantes, em seguida dos insumos intermediários, bens de consumo e por último, os bens de capital, de acordo com a Cepal (2009b). Já em relação aos serviços, houve uma queda de 6,9%.

Como destaca o estudo do Comércio Internacional na América Latina e Caribe em 2009: crise e recuperação (CEPAL, 2009b), diferente do que aconteceu com as exportações, a retração das importações ocorreu, principalmente, devido à variação das quantidades. Diante desse cenário, o estudo aponta ainda para medidas de contenção das importações e aumento de tarifas de importação aplicadas por diversos países latino-americanos, principalmente após o estopim da crise. Um exemplo é o Equador, onde esse tipo de restrição abrangeu cerca de 40% de suas importações (CEPAL, 2010). Pretendia-se, assim, evitar possíveis desequilíbrios em seus balanços de pagamentos. Todavia, essas medidas afetaram o comércio inter-regional (CEPAL, 2009b).

Gráfico 12 - Importações Totais de Bens e Serviços (em US\$ milhões FOB). América Latina, 2000-2011

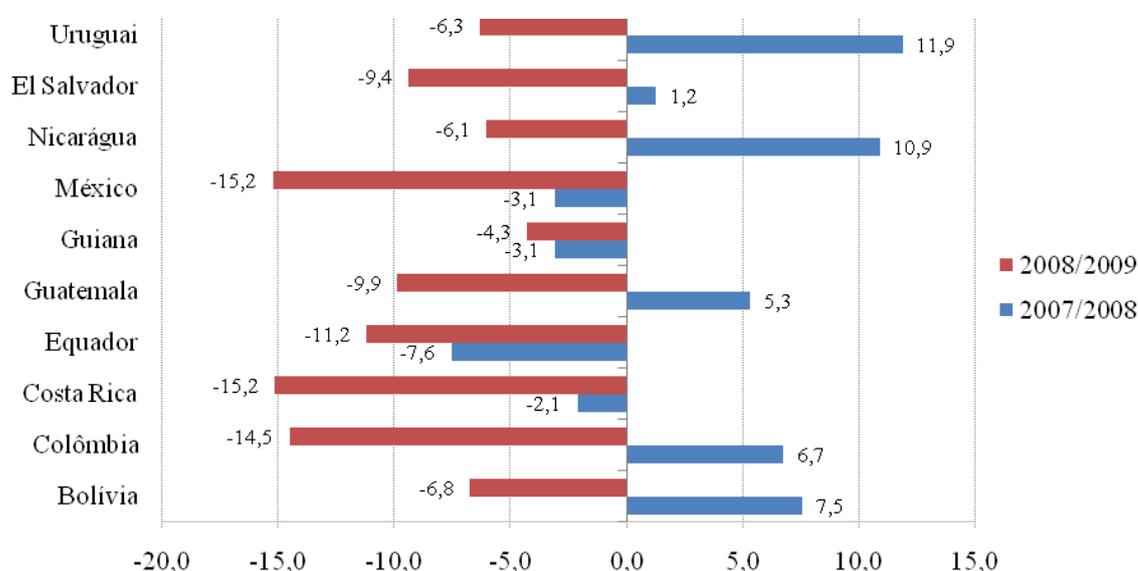


Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

Em relação às remessas que os trabalhadores emigrantes enviam para suas famílias em seus países de origem, dois pontos são importantes: i) a maioria dos trabalhadores latino-americanos foi para os Estados Unidos e Espanha (CEPAL, 2009); ii) em países como Haiti, Honduras, El Salvador, Nicarágua e Guatemala, as remessas desses trabalhadores constituem entre 15% e 40% do PIB; já na Bolívia, Equador e República Dominicana representam entre 5% e 10% do PIB, ou seja, representam um volume importante para a economia de alguns países da região (CEPAL, 2009c).

Com a crise financeira de 2008, observou-se um arrefecimento das remessas unilaterais de imigrantes, como mostram os dados do Gráfico 13. A queda das remessas, principalmente entre 2008 e 2009, reflete o desaquecimento da demanda mundial, aumento do desemprego e o avanço da crise nos países desenvolvidos. Os Estados Unidos e a Espanha, que são historicamente importantes países de atração de trabalhadores da região, foram os mais afetados pela crise. A redução das remessas chegou a 10% em países como El Salvador e Guatemala e foram ainda maiores na Colômbia, Jamaica, Equador e México (CEPAL, 2009).

Gráfico 13 – Variação das remessas unilaterais recebidas pelos países enviadas pelos imigrantes (em %). Países selecionados da América Latina, 2007-2009.



Fonte: World Bank. Elaboração Própria.

Os três últimos canais de transmissão (expansão de remessas de lucro, queda dos investimentos de *portfolio* e diminuição dos fluxos de IED) da crise para a América Latina podem ser observados através da análise do Balanço de Pagamentos.

As contas externas da região, a despeito de exibirem resultados positivos no período da crise, evidenciam um importante declínio do período da crise. Enquanto em 2007 o resultado do balanço de pagamentos foi de US\$ 123,7 bilhões, caiu para US\$ 35,8 bilhões em 2008, e cresceu para US\$ 45,9 bilhões, sem conseguir recuperar até 2011 o excelente patamar de 2007 (Tabela 19).

Tabela 19 - Balanço de Pagamentos: Contas Seleccionadas (em US\$ milhões). América Latina, 2000-2011

Contas do BP	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
I. Transações Correntes (TC)	-48.137	-52.712	-14.404	10.569	23.043	35.839	46.582	12.434	-35.973	-21.487	-58.644	-68.324
Exportações de bens FOB	362.836	348.208	352.034	383.489	473.502	569.610	678.494	765.743	879.908	689.671	874.589	1.083.212
Importação de bens FOB	-362.873	-354.648	-329.903	-340.801	-415.140	-492.471	-587.833	-700.338	-840.016	-632.936	-825.404	-1.008.184
Balanço comercial e de serviços	-16.022	-24.710	8.622	30.653	45.881	64.661	77.093	45.358	4.601	21.283	-2.836	9.738
Balanço de renda	-53.298	-53.986	-52.350	-57.536	-67.004	-79.685	-92.567	-97.132	-105.390	-98.101	-114.688	-138.090
Transferências unilaterais	21.182	25.985	29.323	37.453	44.166	50.862	62.055	64.208	64.816	55.331	58.882	60.029
II. Conta de Capital	809	832	1.558	1.055	1.069	1.857	5.202	4.123	2.057	3.137	9.220	2.507
III. Conta Financeira	55.640	48.596	-3.089	5.305	-1.535	31.055	8.247	115.829	69.454	75.959	158.290	189.488
IV. Erros e omissões	6.809	-12.043	-11.291	-7.141	-8.397	-9.326	1.814	-8.279	242	-11.754	-22.754	-18.636
V. Resultado do Balanço	15.120	-15.327	-27.229	9.788	14.193	59.346	62.084	123.704	35.782	45.923	86.112	105.035

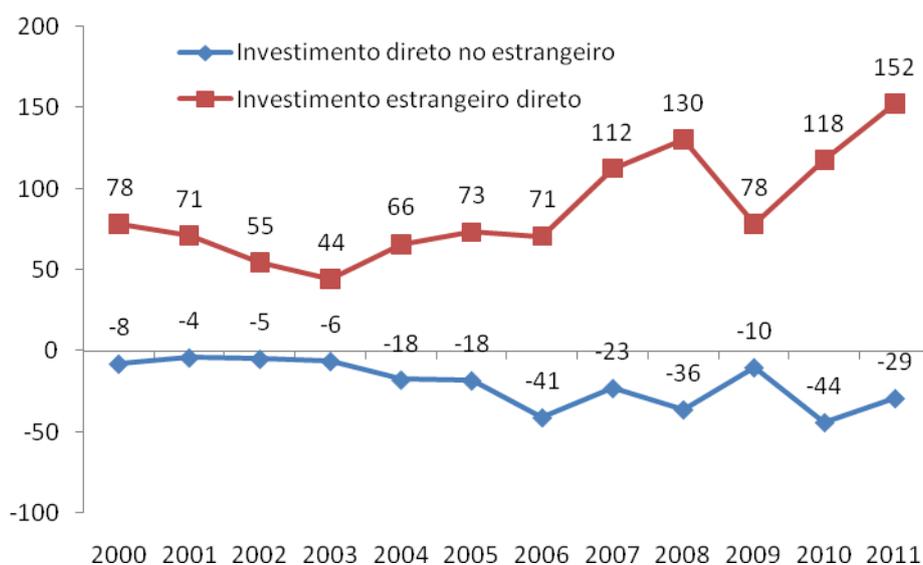
Fonte: CEPAL (2012).

O balanço de transações correntes que era superavitário até 2007, com a crise torna-se deficitário e se mantém assim mesmo após a crise. Esse movimento é explicado pelo crescente déficit da balança de renda e pela redução expressiva da balança comercial e de serviços a partir de 2007. O saldo da balança comercial atinge em 2008 seu menor nível desde 2003, com um resultado de US\$ 38,9 bilhões. Já na balança de serviços, há uma ampliação do déficit, reflexo, entre outras coisas, do aumento das remessas de lucro, especialmente, entre 2007 e 2008. As transferências unilaterais⁴¹, que apresentavam tendência de elevação desde o início da década, retraem-se em 14,6% entre 2008 e 2009 e passam a crescer a taxas mais lentas após a crise.

41 Segundo Prates et al. (2011), “as transferência unilaterais correntes correspondem às transferências realizadas sem contraprestação de qualquer outro recurso. Elas assumem a forma de bens e moeda, para consumo corrente. São exemplos dessa modalidade as doações internacionais e as remessas de imigrantes nas quais os bens e valores monetários transferidos não geram. Vale dizer, um determinado montante de mercadorias doadas por residentes de um país qualquer não gera um contrato comercial a ser liquidado. Se gerasse, haveria desençaixe de recursos monetários no país que recebeu as mercadorias e uma ampliação na conta do que doou, como seria o padrão em uma operação comercial. Da mesma forma, uma remessa de recursos financeiros por emigrantes não corresponde a qualquer transação econômica vinculada a uma prestação de serviços que está sendo remunerada. Trata-se, somente, de um ato unilateral de vontade, que se traduz na transferência de um certo montante de recursos financeiros entre dois países. Já as transferências relativas a patrimônio de migrantes internacionais são contabilizadas na conta de capital” (PRATES, NUNES E FERREIRA, 2011, p. 265).

Observa-se, entre 2007 e 2008, uma forte retração da conta financeira, de US\$ 115,8 bilhões, em 2007, para US\$ 69,5 bilhões. Esta conta apresentava em 2009 um resultado de US\$ 75,9 bilhões e só retomada aos patamares pré-crise em 2010. Esse movimento é verificado, em grande medida, pela queda dos investimentos em carteira e forte retração dos investimentos estrangeiros direto (IED). A queda do IED foi de cerca de 40%, entre 2008 e 2009, passando de US\$ 130 bilhões para US\$ 78 bilhões (Gráfico 14). Segundo estudo da CEPAL (2009) esse movimento de retração do IED durante a crise se deu, sobretudo, por conta da diminuição dos fluxos direcionados ao Brasil, que representam uma proporção significativa do total da queda.

Gráfico 14 – Investimentos diretos no estrangeiro e investimentos estrangeiros direto (em US\$ bilhões). América Latina, 2000-2011



Fonte: Cepal (2012). Elaboração Própria.

Enfim, o resultado superavitário do balanço de pagamentos em 2008 só foi logrado através do superávit de US\$ 69,5 bilhões da conta financeira, somado aos US\$ 2,1 bilhões da conta de capital, frente ao déficit de US\$ 36 bilhões das transações correntes somados aos erros e omissões. Já em 2009, o resultado favorável do balanço de pagamentos continua sendo proporcionado pelo desempenho da conta financeira.

3.3.2 Políticas Anticíclicas Fiscais e Monetárias

Diversos países latino-americanos implementaram políticas anticíclicas, fiscais e monetárias, durante a crise que foram importantes para compensar, em partes, a retração da demanda externa e seus efeitos sobre a demanda interna de cada país, como também foram importantíssimas para acelerar o processo de recuperação da atividade econômica, já a partir do segundo ou terceiro semestre de 2009. Essas políticas macroeconômicas e setoriais tinham como objetivo e lograram, em alguns países mais do que em outros, retomar o crescimento do PIB e da geração de emprego (CEPAL, 2009). Vale destacar, ainda, que o crescimento da atividade no período de 2004 a 2008 e a melhora dos fundamentos macroeconômicos proporcionaram condições efetivas para a aplicação dessas medidas.

No que se refere às políticas fiscais, houve uma estratégia de ampliação dos gastos públicos, tanto correntes quanto de capital, como forma de incentivar a demanda interna. Como resultado, o saldo primário passou de uma situação superavitária em 2008 para deficitária em 2009. Todavia, os impactos negativos dessas políticas poderiam ser amortizados pelo incremento das receitas advindas da reativação da atividade econômica nesses países. Entre os países com maior variação do gasto público total entre 2008 e 2009, de acordo com CEPAL (2010), destacam-se: Paraguai (4,3%), Argentina (4,1%), Chile (3,4%) e Brasil (1,9%), com maior incremento do gasto corrente em relação ao de capital.

Contudo, a evolução da receita está diretamente ligada ao dinamismo do nível de atividade, que se reflete nos tributos, e também nas correntes de comércio exterior, que nesse caso foram fortemente influenciadas pela queda da demanda e dos preços dos produtos básicos. E alguns países, especialmente os mais especializados em *commodities* e com um mercado interno mesmo dinâmico, tiveram restrições para a implementação de políticas fiscais anticíclicas, como o caso da Venezuela, Nicarágua, Panamá e México, onde o incremento do gasto foi pequeno entre 2008-2009, e da República Dominicana, Equador e Honduras, onde houve retração do gasto público total puxado pela queda do gasto de capital (CEPAL, 2010).

Em meio à crise financeira e à forte retração do crédito internacional, as principais políticas monetárias e financeiras foram no sentido de conceder linhas de crédito a bancos nacionais, intervenção em instituições financeiras com problemas e acordos de recompra de

títulos do governo. Nesse contexto, ressalta-se o papel importante da diminuição generalizada da inflação, sobretudo pela queda dos preços dos alimentos e da energia, e que permitiu que a política monetária fosse mais flexível. Pois, sem pressão inflacionária, tornou-se possível, inclusive, a redução das taxas de juros, o que poderia ampliar os investimentos e o crédito. A queda da taxa de juros foi acompanhando pela expansão monetária, sobretudo em 2008 e gradativamente revertida a partir de 2009 (CEPAL, 2010).

Em relação ao incremento do crédito na região, a estratégia dos bancos centrais para a ampliação da liquidez do sistema financeiro não teve participação expressiva dos bancos privados. A atividade dos bancos públicos foi fundamental para a implementação dessas medidas anticíclicas na região. Todavia, deve notar que o impacto deste instrumento depende da magnitude da participação dos bancos públicos nos sistemas financeiros nacionais, o que ressalta a importância da estratégia brasileira, “(...) onde o crédito dos bancos públicos representou cerca de 35% do crédito total” (CEPAL, 2010, p. 5).

Observa-se também a adoção de medidas comerciais de aumento de tarifas e medidas restritivas. Segundo a CEPAL, de acordo com a OMC, os países membros do MERCOSUL permitiram a elevação das alíquotas de importação sobre a tarifa externa comum para até 100 posições tarifárias por um ano, com a possibilidade de prorrogação por 12 meses. Essas medidas objetivavam proteger a indústria nacional dos fortes fluxos de importação, além de reduzir o impacto do crescimento das importações no saldo do balanço comercial (CEPAL, 2010).

Por fim, o impacto observado dessas medidas na atividade econômica começa a ser sentido a partir do primeiro semestre de 2009 e ajudaram a acelerar o processo de recuperação na segunda metade do ano. O crescimento do PIB latino-americano em 2010 reflete a retomada dos investimentos, com incremento de 15,1% da FBK, e expansão do consumo de 5,8%. Em termos setoriais, destaca-se a ampliação de 9,4% no comércio, seguido pela indústria de transformação (8,1%), serviços de utilidade pública (7,3%), agropecuária (6,6%), transporte, alojamento e comunicações (6,5%), entre outros. Além da retomada das atividades, verifica-se o avanço dos indicadores macroeconômicos, inclusive o aumento das reservas internacionais, recuperação das exportações e a melhoria nos indicadores de mercado de trabalho na região.

Entretanto, a mudança do cenário externo e a não recuperação sustentada dos países desenvolvidos, impõe desafios para a recuperação no período pós crise. A região enfrenta dificuldade para alcançar os mesmo patamares de crescimento da atividade econômica do período de 2004 a 2008, manter os fundamentos macroeconômicos favoráveis e, também, continuar o processo de redução das desigualdades e melhorias das condições de vida de sua população.

3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após a análise dos dados econômicos e sociais do Brasil e da América Latina, verifica-se que de fato a disseminação da crise financeira a partir dos principais canais de transmissão foi: a retração do crédito internacional; a redução da demanda externa e dos preços das *commodities*; a queda das remessas unilaterais dos imigrantes; a redução dos investimentos de *portfolio* e a queda do fluxo de IED; além da expansão das remessas de lucro, que apresentaram impactos importantes do lado real das economias analisadas.

Diante desse cenário, observou-se a mudança do processo de retomada do produto interno dos países latino-americanos que vinha ocorrendo desde meados dos anos 2000, e que apresentava importantes melhorias no quadro social, com redução das taxas de desemprego e da desigualdade. A reversão das expectativas ocorridas a partir da crise financeira de 2008 pode ser observada, sobretudo, através da retração da economia mundial e latino-americana, com forte queda do PIB industrial, redução dos investimentos em formação bruta de capital fixo, perda de dinamismo do comércio exterior, além da verificação de todos os canais de transmissão acima citados.

Entre as políticas implementadas para o enfrentamento da crise, ressaltam-se principalmente as de cunho monetário, como as de aumento de liquidez, expansão da participação dos bancos públicos e, ainda no caso brasileiro o aumento do compulsório. Todavia, não se pode descartar a importância das políticas fiscais, com corte de impostos e aumento dos gastos do governo para dinamizar a economia. Dentre as políticas comerciais, o aumento do imposto de importação e a definição de quotas foram utilizados como forma de proteção das indústrias nacionais.

Os impactos dessas medidas na atividade econômica são percebidos a partir do segundo semestre de 2009, quando já se verifica o processo de recuperação do produto das economias brasileira e latino-americana. Esse processo reflete a retomada dos investimentos, especialmente em FBK, mas também a expansão do consumo influenciado por algumas políticas adotadas. Observa-se também a melhoria dos indicadores macroeconômicos, com aumento das reservas internacionais, recuperação das exportações e queda da taxa de desemprego. Os dados a partir de 2010 já confirmam esse movimento e demonstram a retomada, porém não sustentada, da economia da região. Todavia, a persistência de um cenário externo pouco favorável e que não apresenta indicadores de uma recuperação consistente, impõe pessimismo e incertezas, o que representa um desafio para o Brasil e América Latina no período pós crise.

CONCLUSÕES

A revisão bibliográfica parte da discussão sobre as crises cambiais, relatando os três modelos de geração criados, e literatura desenvolvida no começo dos anos 2000 sobre os regimes cambiais. O modelo de primeira geração foi criado com base em problemas de caráter macroeconômico. Esse modelo acredita que inconsistências entre as medidas de política econômica tomadas pelo governo podem proporcionar um ataque especulativo a sua moeda. Essa teoria aborda a incoerência existente entre a manutenção de um regime cambial de paridade fixa, e a prática monetária de emissão de moeda, em prol do financiamento do déficit orçamentário da economia.

O modelo de segunda geração enfoca no estudo das crises de balanço de pagamentos, que ocorreram, sobretudo, ao longo dos anos 1990. A atenção, nesse caso, é dada para o estudo dos *trade-offs* existentes que um governo enfrenta ao escolher manter sua taxa de câmbio fixo ou deixar a mesma flutuar. A ocorrência de um ataque especulativo passa a ser resultado de expectativas autorrealizáveis, e não mais causado por fundamentos econômicos, como a perda de reservas internacionais. A criação do modelo de terceira geração deu-se pelo não enquadramento dos modelos anteriores para a compreensão da crise no sudeste asiático em 1997. Essa crise apresentou caráter gêmeo: crise cambial associada à corrida bancária e venda dos ativos domésticos. Essa teoria considera a crise como apresentando cunho financeiro, e sendo desencadeada por problemas de assimetria de informação no mercado financeiro dos países emergentes.

Merece destaque, ainda na análise do modelo de terceira geração, o fenômeno do contágio, que, para Krugman (1998) seria disseminador das crises cambiais, ao propagar o choque externo para outras economias, onde o abalo sentido em um determinado mercado financeiro possa gerar pressão nos outros mercados com os quais este mantém ligação. O contágio é reflexo das interações econômicas existentes entre os países, resultando do comportamento irracional dos investidores.

A retomada da atividade econômica mundial a partir dos anos 2000, impulsionada em grande medida pelo “efeito China”, proporcionou a elevação das taxas de crescimento da economia e a geração de emprego, com redução das taxas de desemprego, tanto nos países desenvolvidos, como, sobretudo, nos países emergentes. Diante desse novo cenário, observa-se a mudança do enfoque das teorias cambiais para a discussão sobre tipos de regimes cambiais e a viabilidade de sua implementação, especialmente entre os países emergentes.

Em paralelo, o otimismo econômico incentivou a expansão do mercado imobiliário americano e o avanço das inovações financeiras. O desenvolvimento do “*shadow banking system*” alimentou a vulnerabilidade a qual o sistema financeiro americano estava submetido. O fato de as novas instituições financeiras não sofrerem a tradicional regulamentação bancária, e por isso conseguirem tomar riscos com discrepâncias de vencimentos, estimulava a transferência de risco de crédito para os não-bancos. Estes últimos emitiam títulos frutos da securitização sem que fosse preciso a manutenção de margem de garantia e sem controle do grau de exposição para essas operações.

O momento de aquecimento que o mercado imobiliário, devido aos altos preços dos imóveis, impulsionou a elevação da emissão de hipotecas *subprime*. A facilitação na concessão de crédito resultou no fácil acesso a empréstimos, até mesmo para pessoas que não possuísem as devidas condições de honrá-los. A partir de 2006, após período de aumento no preço das habitações nos Estados Unidos, observou-se aumento dos níveis de inadimplência, queda dos valores dos imóveis, e elevação na execução destas hipotecas, criando-se, assim, o cenário propício para o estouro da bolha habitacional.

As incertezas advindas do setor imobiliário espalharam-se a para a atividade econômica como um todo. Tal integração demonstra como decisões tomadas pelas empresas do mercado de crédito podem ter um impacto geral na economia. Percebe-se, assim, como a crise de 2008 conquistou contornos sistêmicos, ao ser criada no setor habitacional americano, e conseguir ser disseminada para o lado real da economia mundial. A concessão direta de financiamento imobiliário a tomadores de alto risco, o processo de securitização dos créditos, e a criação de novos instrumentos financeiros intensificaram o risco sistêmico da crise, e proporcionaram o contágio da mesma internacionalmente.

Em síntese, a crise financeira de 2008 apresenta características financeiras e não cambiais. Não foi uma crise derivada apenas de fundamentos macroeconômicos, tais como destacados no modelo de primeira geração; nem em uma análise de “custo-benefício social”, como ressalta o modelo de segunda geração; e, apesar de ser uma crise financeira como no modelo de terceira geração, não apresenta caráter gêmeo, pois não há ataque especulativo e abandono do regime cambial e não ocorre corrida bancária e venda dos ativos domésticos. Acontece, nesse caso, uma crise de confiança e iliquidez internacional.

Outra diferença importante entre a crise do modelo de terceira geração e atual crise financeira de 2008 é que, diferente das crises cambiais dos anos 1990 que ocorriam nos países

emergentes, essa é gerada nas economias desenvolvidas e disseminada para os países emergentes, que, em sua maioria, demoraram a sentir seus efeitos.

As economias dos países avançados foram as primeiras a sentir o impacto da crise já no final do ano de 2007. As principais consequências da crise financeira nos Estados Unidos e Europa são: i) a retração da atividade econômica; ii) a queda da demanda e, conseqüente, redução dos fluxos comerciais; e iii) a elevação do nível de desemprego. Mas, como já destacado anteriormente, esses efeitos demoraram a serem sentidos em diversos países emergentes. Com a falência do banco *Lehman Brothers*, a crise financeira estendeu-se para a economia mundial, provocando contração sem precedentes no comércio e atividade global, expandindo seus efeitos para além dos países desenvolvidos.

Porque os países emergentes sofreram os impactos da crise mais tarde que os países desenvolvidos, criou-se a sensação que os primeiros possuíam melhores condições para o enfrentamento da crise e resistiriam a mesma (descolamento). Entretanto, mesmo com algum atraso na transmissão da desaceleração do crescimento econômico mundial, a partir do momento que a crise tornou-se um fenômeno sistêmico e disseminou-se para todo o globo, variados mecanismos de transmissão acarretam o contágio da crise para a América Latina, confirmando o seu caráter global.

Diversos canais de transmissão fizeram com que o lado real das economias dos países em desenvolvimento fosse atingido, ilustrando a desaceleração da atividade econômica mundial e o estresse gerado no mercado financeiro internacional. Como já elucidado nesta dissertação, os principais canais de transmissão foram: a retração de crédito internacional; a redução da demanda externa e dos preços das commodities; o arrefecimento das remessas unilaterais dos imigrantes; a queda dos investimentos de portfólio; o enfraquecimento dos fluxos de IED; e o crescimento de envio de remessas de lucro - conforme Prates, Cunha & Lélis (2011), Ocampo (2009) e Cepal (2009).

O agravamento da crise significou para a América Latina a reversão de um momento de crescimento que a região vinha vivenciando. A recessão nas economias avançadas resultou na diminuição da demanda externa e a queda dos preços das commodities, demonstrando o contágio da crise pelo canal do comércio exterior. A retração da atividade mundial, e a conseqüente redução da demanda internacional por produtos primários, especialmente pela parte da China, é uma das principais causas do declínio das exportações entre os anos de 2008 e 2009. Ainda em meio ao arrefecimento da crise internacional, observa-se, a partir de 2010, a retomada das exportações, para bens primários, como para manufaturados.

A contração de crédito nos mercados internacionais, decorrente das dificuldades financeiras dos bancos americanos e europeus, resultou numa importante crise de iliquidez dos bancos privados de alguns países latino americanos. Para combater o momento externo de recursos escassos e proporcionar a retomada do crescimento foi fundamental a aplicação de políticas anticíclicas, aumentando a participação dos bancos públicos no financiamento da economia, especialmente no Brasil, Chile e Peru, conforme apontado pela CEPAL.

A redução das remessas de imigrantes trabalhadores no exterior, devido a crise, também afetou a economia da América Latina. Essa queda foi reflexo da retração da atividade econômica e do aumento do desemprego nos países desenvolvidos, especialmente entre 2008 e 2009.

Pelo canal financeiro, o contágio da crise deu-se através da contração dos fluxos de capital para a América Latina. Gerou-se desconfiança e incerteza nos mercados financeiros, o que intensificou um movimento de fuga para a segurança, privilegiando os investimentos domésticos. Percebe-se a contração dos investimentos de portfólio e IED, entre os anos de 2007 e 2008, ao verificar a conta financeira da região. A situação só foi restaurada em 2010, quando o resultado de US\$ 75,9 bilhões é atingido. Conforme estudo da CEPAL, a redução dos fluxos de capital para a região durante a crise foi bastante forte, especialmente, devido à queda destes fluxos que eram direcionados ao Brasil.

Já a ampliação das remessas de lucro para o exterior, outro canal de transmissão da crise, é percebida na balança de serviços, que apresentou uma ampliação do seu déficit, particularmente entre 2007 e 2008. O resultado do balanço de pagamentos da América Latina manteve-se positivo em 2008, em decorrência do superávit da conta financeira, mediante o déficit das transações correntes. A região demonstrou o resultado favorável do balanço de pagamentos em 2009, ainda atingido em decorrência da *performance* positiva da conta financeira, fato que se estendeu até 2011.

Em relação aos outros indicadores macroeconômicos, destaca-se a retração de 1,9% do PIB da região entre 2008 e 2009, com uma queda de 7,1% da indústria de transformação nesse período. Em relação à formação bruta de capital, esta apresenta, em 2009, uma forte retração de -12,5%, em comparação com 2008.

A crise financeira internacional afetou não apenas o dinamismo da atividade econômica, como também a taxa de desemprego na América Latina. Após uma tendência de queda constante dos dados de desemprego, a partir de 2003/2004, entre 2008 e 2009 verificou-se uma elevação desse índice para América Latina, chegando a 8,1% em 2009.

Em termos macroeconômicos, um dos fatores que proporcionaram uma saída mais rápida dos países latino americanos da crise foi o nível de reservas acumulado no período do maior dinamismo econômico na região, entre 2004 e 2008. A ampliação das reservas internacionais, chegando ao total de US\$ 500 bilhões para a América Latina em 2008, proporcionou melhores condições para o enfrentamento da crise. Outro ponto abordado que ajudou a recuperação da região foi a implantação de políticas anticíclicas, fiscais e monetárias, para conter a crise. Destaca-se que a fase de crescimento econômico entre os anos de 2004 a 2008 e os fundamentos macroeconômicos mais sólidos fizeram com que o cenário da região fosse propício para a aplicação dessas medidas.

Políticas fiscais de aumento dos gastos públicos, para estimular a demanda interna; políticas monetárias e financeiras com o intuito de aumentar a concessão de linhas de crédito dos bancos públicos; a redução da taxa de juros para incitar investimentos domésticos; e políticas comerciais de restrição a importação, dentre outras, foram aplicadas com o objetivo de reativar a economia da região. A implementação dessas medidas anticíclicas na região foi essencial para incentivar o processo de recuperação na segunda metade de 2009. A retomada de investimentos na América Latina gerou crescimento de 15,1% da sua FBK em 2010, e consequente aumento do PIB. A ampliação do consumo em 5,8%, do comércio em 9,4% no comércio, da indústria de transformação (8,1%), entre outros números positivos para 2010, demonstrou a retomada da atividade econômica, mediante melhores indicadores macroeconômicos.

Enfim, após a análise dos dados econômicos e sociais da América Latina, reafirma-se a hipótese do estudo e verifica-se que de fato houve uma disseminação da crise financeira internacional de 2008 para a região. Todavia, seu impacto é maior entre 2008 e 2009 e, a partir de 2010, observa-se uma recuperação do produto e dos principais indicadores macroeconômicos nos países latino-americanos. Ainda diante de um cenário externo pouco favorável, e de um movimento de retomada do dinamismo ainda instável na região, o Brasil e América Latina devem procurar a consolidação do seu crescimento econômico, a diversificação das suas exportações, e a diminuição da dependência dos países desenvolvidos, para assim conseguir ampliar sua importância na economia global.

REFERÊNCIAS

- ALESINA A.; WAGNER, A. F. Choosing (and renegeing on) exchange rate regimes. *Journal of the European Economic Association*, Zurich, n. 4, p. 770-799, junho. 2006.
- ALEXANDRE, F. *et al.* A crise financeira internacional. São Paulo: Lex Editora, 2009.
- BCB (2014). O Acordo da Basileia. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/?BASILEIA>>. Acesso em: 09 de abril de 2014.
- BCE (2013). Informações sobre países membros da União Europeia. Disponível em <<http://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/map.pt.html>>. Acesso em: 10 de setembro de 2013.
- BRUNNERMEIER, Markus K. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n. 14612, p. 1-33, dez. 2008.
- BUBULA, A.; OTKER-ROBE, I. Are pegged and intermediate exchange rate regimes more crisis prone? IMF Working Paper, Washington: International Monetary Fund, n. 03/223, p 1-36, 2003.
- CALVO, G. A.; MISHKIN, F. S. The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.9808, p. 1-41, junho. 2003.
- CALVO, G. A.; REINHART, C. Fear of floating. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.7993, p. 1-64, novembro. 2000.
- CANUTO, Otaviano. A crise asiática e seus desdobramentos. *Econômica*, Campinas-SP, v. II, n. 4, p. 25-60, dez. 2000.
- CARDIM DE CARVALHO, F. (2008) Entendendo a recente crise financeira global. *In* Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 23 de maio de 2013.
- CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; TEPASSÊ, A. C. (2010) A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. *In* Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 23 de maio de 2013.
- CARVALHO, M. A.; SILVA, C. R. L. *Economia internacional*. São Paulo: Saraiva, 2000.
- CASTILHO, M. Impactos da crise econômica internacional sobre o comércio exterior brasileiro. *In*: ACIOLO, L. & LEÃO, R. P. F. *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os Emergentes e o Brasil*. Brasília: IPEA, p. 97-127, 2011.

CASTRO, I. S. B. Fatores condicionantes das crises cambiais brasileiras no período de julho de 1994 a janeiro de 2006. Tese de Doutorado. Recife: Programa de Pós-Graduação em Economia / UFPE, 2006.

CEPAL (2012). Anuário Estatístico. Disponível em <http://interwp.cepal.org/anuario_estadistico/anuario_2012/es/contents_es.asp>. Acesso em: 15 de junho de 2013.

CEPAL. A preliminar assessment of the policies implemented by the governments of Latin America and the Caribbean in response to the crisis. Santiago: Cepal, 2010.

_____. Balanço preliminar das economias da América Latina e Caribe. Santiago: Cepal, 2009.

_____. El comercio internacional em América Latina y el Caribe em 2009: crisis y recuperación. Santiago: Cepal, 2009b.

_____. La actual crisis financeira internacional y sus efectos em América Latina y el Caribe. Santiago: Cepal, 2009c.

CHESNAIS, François (Coord.). Posfácio: Os crashes financeiros asiáticos e os mecanismos de propagação internacional de crise econômica. In: _____. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1998. p. 295-318.

CINTRA, M. A.; CAGNIN, R. Euforia e pessimismo – os ciclos de ativos, crédito e investimento da economia americana após 1982. Novos Estudos Cebrap. N. 79, p.23-44, nov. 2007.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (CNI). Crise Global: impacto nos brics foi intenso e diferenciado. Notas Econômicas. N. 2. 15 jun 2009. Disponível em <http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo_24/2012/08/07/65/20121126182731138671o.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

CURADO, M.; CANUTO, O. Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina. Economia e Sociedade, Campinas: IE-UNICAMP, n.16, p.43-64, jun.2001.

DRAZEN, A. O Contágio Político nas Crises Monetárias. In: KRUGMAN, P. (Ed.). Crises Monetárias. São Paulo: Makron Books, 2001. p. 47-76.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A. K.; WYPLOSZ, C. Contagious currency crises. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.5681, p.1-50, julho. 1996.

_____; _____. Speculative attacks on pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the European monetary system. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.4898, p. 1-56, outubro. 1994.

FARHI, M. Crise Financeira e Reformas da Supervisão e Regulação. Ipea, Texto para Discussão. Brasília; janeiro, 2011.

FARHI, M. & CINTRA, M. A Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional Contemporâneo. Revista de Economia Política, v. 29, nº 3 (115), p. 274-294, julho-setembro, 2009.

FERNANDO DE PAULA, L. (2008) Preferência pela liquidez e a natureza da crise brasileira. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise. Disponível em: <<http://www.pppe.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 23 de maio de 2013.

FLOOD. R. P.; GARBER, P. M. Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples. Journal of International Economics, North Holland, n. 17, p. 1-13, 1984.

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.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO (FUNDAP). Desdobramentos da crise global: o desempenho das economias emergentes. Grupo de Conjuntura. 29 jul 2009. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Desdobramentos_crise_paises_e_mergentes.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO (FUNDAP). Panorama e desempenho das economias avançadas: a nova etapa da crise. Grupo de Conjuntura. 08 fev 2010. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/panorama_avan%C3%A7adas_2009.pdf>. Acesso em: 08 de setembro de 2013.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. Novos Estudos Cebrap, n.82, p.11-33, nov. 2008.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. Economia e Sociedade, Campinas: v.17, Número especial, p. 575-611, dez. 2008.

HUSAIN, A.; MODY, A.; ROGOFF, K. Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.10673, p. 1-45, agosto. 2004.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). A crise financeira e as ações do governo americano em favor da reativação do crédito. Carta Iedi, São Paulo, n. 352 : Iedi, 27 fev. 2009.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). A crise financeira global e as perspectivas da economia chinesa. Carta Iedi, São Paulo, n. 340 : Iedi, 28 nov. 2008.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). Economia global: a reação nos preços das *commodities*. Análise Iedi, São Paulo: Iedi, 16 jun. 2009c.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). Perspectivas da economia mundial: crescimento a velocidades variadas. Carta Iedi, São Paulo, n. 417 : Iedi, 28 maio 2010.

KRUGMAN, P. A crise de 2009 e a economia da depressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. Journal of Money, Credit and Banking, Ohio: Ohio State University, v.11, p.311-325, 1979.

_____. Are currency crises self-fulfilling? In: BERNANKE, B.: ROTEMBERS, J. (Eds.). NBER Macroeconomics Annual 1996. Cambridge, MA: MIT Press, 1996. p. 345-407).

_____. Currency Crises. 1997. Disponível em: <<http://web.mit.edu/Krugman/www/crises.html>>. Acesso em: 10 de fev. de 2013.

_____. What happened to Ásia? 1998. Disponível em: <<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>>. Acesso em: 10 de fev. de 2013

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. Economia Internacional: teoria e política. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005. 558p.

MENDONÇA, A. R. R.; DEOS, S. (2010) O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. In Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 23 de maio de 2013.

MIAN, A.; SUFI, A.: The Consequences of Mortgage Credit Expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis. NBER Working Paper Series, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n. 13936, p. 1-35 abr. 2008.

MOREIRA, T. B. S.; SOARES, F. A. R. A Crise Financeira Internacional e as Políticas Anticíclicas no Brasil. Brasília: ESAF, 2010. Monografia premiada com o primeiro lugar no XV Prêmio Tesouro Nacional – 2010: Homenagem a Joaquim Nabuco. Política Fiscal e a Crise Econômica Internacional. Brasília (DF).

MURTA, L. R.; BRASIL, G. H.; SAMOBYL, R. W.. Crise monetária brasileira de 1999: uma análise econométrica realizada com base em elementos teóricos de modelos de crises monetárias de primeira e segunda geração. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 31., 2003. Porto Seguro, BA. Anais.... Porto Seguro, BA: ANPEC, 2003. 20p.

OBSTFELD, M. The logic of currency crises. NBER Working Paper, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.4640, p.1-64, fevereiro. 1996

OCAMPO, J.A. Impactos de la crisis financeira mundial sobre América Latina. Revista de la Cepal. Santiago: Cepal, n.97, p.9-32, abr. 2009.

OREIRO, José Luís. Autonomia de Política Econômica, Fragilidade Externa e Equilíbrio do Balanço de Pagamentos: A Teoria Econômica dos Controles de Capitais. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, v. 13, n. 2, p.1-22, jul./dez. 2004.

PALLEY, T. I. (2010) A exaustão do paradigma de crescimento da economia americana. *In* Associação Keynesiana Brasileira, Dossiê da Crise II. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>>. Acesso em: 23 de maio de 2013.

POCHMANN, M. O trabalho na crise econômica no Brasil: primeiros sinais. *Revista Estudos Avançados*, vol. 23 (66). São Paulo: USP, 2009.

PRATES, D. Resenha Crítica: A Literatura Convencional Sobre Crises Financeiras nos Países “Emergentes”: Os Modelos Desenvolvidos nos Anos 90. *Estudos Econômicos*, São Paulo: IPE-USO, v. 35, n. 2, p. 359-385, abr.-jun. 2005.

_____. A resposta do Brasil à Crise. *In*: Brasil: Uma estratégia inovadora de crescimento com equidade/Escritório da Organização Internacional do Trabalho, Instituto Internacional de Estudos do Trabalho. Genebra: OIT, 2011.

PRATES, D. M; BICHARA, J. da S.; CUNHA, A. M. O Efeito-Contágio da Crise Financeira Global nos Países Emergentes. *Indicadores Econômicos - Fundação de Economia e Estatística (FEE)*, Porto Alegre, v. 37, nº 1, 2009.

PRATES, D. M; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. *Rev. Econ. Contemp.*, Rio de Janeiro, v.15, n.1, p.62-91, jan-abr/2011.

PRATES, D. M; CUNHA, A. M.; FERREIRA, A. N. O Balanço de Pagamentos. *In*: Manual de Economia. Brasília: Fundação Alexandre de Gusmão, 2008. P. 261-277.

PRATES, D. M.; FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. *Texto para Discussão. IE/Unicamp*, Campinas, n. 164, ago. 2009.

RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey. O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático. *In*: KRUGMAN, Paul. *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001. p. 121-189.

REINHART, C.; ROGOFF, K. The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. *NBER Working Paper*, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, n.8963, p. 1-104, junho. 2002.

ROCHA, M.; BARBI, F. Determinantes do Desalinhamento Cambial: Uma análise com cointegração em painel. *In*: Encontro Nacional de Economia, 37., 2009. Foz do Iguaçu, RS. Anais... Foz do Iguaçu, RS: ANPEC, 2009. 21p.

SALANT, S.; HENDERSON, D. Market anticipations of government policies and the price of gold. *Journal of Political Economy*, Amsterdam: North Holland, v.86, p. 627-648, 1978

SOUSA, M. O. M. A crise norte-americana do subprime – medindo o contágio para os brics. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade / USP, 2006.

TORRES FILHO, E. T. Entendendo a crise do subprime. Visão do Desenvolvimento BNDES, Rio de Janeiro, v. 44, jan. 2008.

TORRES FILHO, E. & BORÇA JUNIOR., G. Analisando a Crise Subprime. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n.30, p.129-159, dez. 2008.