



A crise internacional e o brasil

Fernando J. Cardim de Carvalho (IE/UFRJ)
Francisco Eduardo Pires de Souza (IE/UFRJ)
Março de 2009

A crise econômica iniciada nos Estados Unidos no primeiro semestre de 2007 chegou ao Brasil, abruptamente, no último trimestre de 2008. Nos primeiros nove meses do ano o país viveu um período de crescimento relativamente rápido, em comparação com as taxas de crescimento verificadas nas últimas três décadas. Mais significativamente, o crescimento em 2008 parecia dar prosseguimento a uma nova tendência de expansão da economia brasileira, iniciada dois anos antes. A importância do crescimento dos investimentos privados sugeria que um período de crescimento sustentado poderia estar se consolidando, apoiado em uma sólida ampliação do consumo privado, alimentada pelo aumento do emprego e pelas políticas de distribuição adotadas no governo Lula da Silva.

Durante quase todo o ano de 2008, a confiança do público, consumidores e empresários, na capacidade de resistência da economia brasileira às ondas de choque providas do exterior manteve-se muito elevada. A exposição direta do sistema bancário brasileiro à crise financeira norte-americana era negligível. A combinação de altas taxas de juros domésticas, pagas principalmente sobre um amplo estoque de títulos públicos detido pelo sistema financeiro, com a perspectiva de apreciação continuada da moeda local, especialmente nos últimos três anos, resultante, em grande parte, da política monetária implementada pelo Banco Central, pode ter sido tóxica para a produção e o emprego, mas ajudou a blindar o sistema financeiro brasileiro contra o canto de sereia da aplicação em mercados financeiros internacionais. Praticamente nenhuma oportunidade de aplicação financeira poderia oferecer combinação semelhante de retornos, liquidez, segurança contra riscos em geral, que a dívida pública brasileira. Como previsto pela teoria da paridade das taxas de juros, a possibilidade de ganho de taxas de juros mais elevadas que em qualquer outro país, com baixo risco e perspectiva de apreciação de moeda local, não apenas contribuiu para atrair capitais financeiros do exterior, como também para manter no país as aplicações dos bancos domésticos.

Em um raro exemplo da noção anglo-saxã de serendipity, a política das autoridades monetárias brasileiras, alvo de merecidas críticas por vários anos por seus efeitos sobre o crescimento e o balanço de pagamentos, acabou tornando o sistema financeiro brasileiro imune às perdas causadas pelo colapso dos mercados de capitais internacionais, induzido pelo desmoronamento do financiamento hipotecário a tomadores *sub-prime*.

No entanto, se o sistema bancário brasileiro não foi submetido a pressões semelhantes às verificadas na Europa e, em menor grau, na Ásia, a economia brasileira foi atingida por outras vias, algumas das quais bastante inesperadas. Uma das primeiras, e que golpeou o comércio exterior, foi o desaparecimento das linhas de financiamento à exportação. Essas linhas são em geral mantidas seja por



bancos estrangeiros, seja pela colocação de papéis, por bancos brasileiros, no exterior. A intensa retração do crédito verificada nos Estados Unidos e na Europa levaram a uma redução do crédito a países emergentes, o que, no caso do Brasil, refletiu-se numa quase imediata indisponibilidade de crédito à exportação.

A falta de linhas de financiamento à exportação, contudo, não teve um impacto imediato mais forte sobre o nível de atividade. Por um lado, acreditava-se, e o governo promoveu ativamente essa visão, através de discursos de autoridades, inclusive, e especialmente, o próprio Presidente, que uma contração das exportações poderia ser compensada pela expansão da demanda interna. O governo acenou imediatamente em seguida ao aparecimento dos primeiros problemas com a balança comercial com a possibilidade de um aumento vigoroso dos gastos públicos, especialmente de investimento no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que desse sustentação a um nível de demanda agregada capaz de manter a taxa de expansão inicialmente prevista para a economia. Na verdade, desde que a gravidade dos problemas criados pela crise financeira americana começou a mostrar-se em sua plenitude, as expectativas com relação ao setor externo passaram a se deteriorar. Apesar do estímulo às exportações líquidas representado pela desvalorização aguda do real, a percepção de que a demanda do resto do mundo acabaria se contraindo de forma significativa já sinalizava que a manutenção do nível de atividade da economia dependeria do sucesso em mobilizar-se o mercado interno através de políticas de administração de demanda adequadas. Ao menos em termos de retórica, o governo mostrou-se ágil em indicar que passaria a adotar uma política fiscal expansiva. Já a política monetária manteve-se uma incógnita, em função do comportamento ultra-conservador do Banco Central, que se mostrou pouco sensível ao grau de risco de que uma contração generalizada da economia internacional se refletisse sobre a produção e o emprego no Brasil.

Se a política de juros reagiu de forma lenta e tímida a variações da produção e emprego, algumas medidas mais construtivas foram tomadas de modo um pouco mais ágil pela autoridade monetária, como, por exemplo, o anúncio de que parcela das reservas internacionais poderia ser usada para substituir as linhas de crédito às exportações que estavam se contraindo. Esse mecanismo foi realmente implementado e está servindo para financiar exportações, ainda que estas, como esperado, estejam sofrendo de forma cada vez mais visível o impacto da contração dos mercados mundiais e devam mesmo ser fontes menos importantes de demanda para a produção doméstica.

Mais surpreendente, no entanto, foi a violenta contração de crédito verificada no segundo semestre de 2008, que culminou na dramática reversão da economia verificada no último trimestre do ano. Como já apontado, o sistema financeiro brasileiro não estava exposto de forma significativa à crise observada no exterior. Não apenas as carteiras das principais instituições bancárias, que dominam o sistema financeiro brasileiro, eram bastante seguras, com ampla presença de títulos públicos, como a participação de instituições estrangeiras no sistema bancário local é relativamente pouco significativa. Bancos nacionais, estatais (como o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o BNDES) e privados (Itaú/Unibanco e Bradesco), dominam o setor. O maior banco estrangeiro, o Santander (que absorveu o Banco Real, com a aquisição, no exterior do banco holandês ABN AMRO) não estava sob pressão mais significativa no seu mercado de origem, não sendo forçado a retrair-se para reforçar reservas da matriz espanhola.

Uma corrente de eventos paralelos, porém, acabou por exercer um forte efeito negativo sobre as expectativas do setor financeiro e, em consequência, sobre as empresas do setor produtivo.

O estopim dessa corrente de eventos pode ser, talvez, localizado na volatilidade causada pela crise nos mercados domésticos de títulos, especialmente na Bolsa de Valores de São Paulo. Muitos investidores financeiros estrangeiros, que serviram de sustentáculo nos últimos anos para a expansão das operações em bolsa, iniciaram um movimento de retorno em 2008, levando a uma queda acentuada nos preços de papéis. Também as despesas com juros e, principalmente, com dividendos e com o repatriamento de capital estrangeiro, motivadas pelas dificuldades dos investidores em suas economias de origem, cresceram significativamente no período. A saída de capitais e o crescimento das rendas líquidas enviadas ao exterior levou a uma rápida desvalorização do real, o que não apenas, em si, sinalizava um aumento das incertezas, como ela própria representava uma pressão adicional sobre os devedores em dólares. De fato, a reversão abrupta da tendência à valorização do real, que já durava mais de quatro anos, criou problemas inesperadamente graves para algumas empresas de alto perfil que haviam se exposto ao risco cambial no mercado de derivativos. As notícias sobre as perdas sofridas por essas empresas contribuíram para aumentar ainda mais as incertezas do futuro.

Os mercados de papéis, que passaram por um crescimento bastante rápido nos últimos anos, secaram em consequência do aumento das incertezas e da forte queda das cotações das ações em bolsa. Juntamente com o desaparecimento do financiamento externo, esse acentuado encolhimento do mercado de capitais doméstico levou a uma sobrecarga de demanda sobre o crédito bancário. A dimensão desta sobrecarga pode ser percebida na tabela 1 a seguir.

Tabela 1

Fontes de Financiamento em R\$ milhões (médias móveis mensais de 6 meses)				
Período	Mercado de Capitais ¹ (a)	Crédito Externo ² (b)	Mercado de Crédito Doméstico ³ (c)	(a) + (b) + (c)
mar/08	10.559	6.701	133.699	150.959
set/08	4.466	6.777	143.520	154.764
jan/09	2.753	-7.993	141.991	136.751

Fonte: BCB, CVM

¹ Soma das emissões primárias de ações, debêntures, CRIs, notas promissórias e quotas de fundos

² Soma dos componentes "Títulos de Renda Fixa LP e CP" do Investimento Estrangeiro em Carteira com o componente "Outros investimentos estrangeiros Líquido (crédito comercial, empréstimos e financiamentos LP e CP, moeda e depósito e outros passivos LP e CP)" de "Outros Investimentos" da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos

³ Concessões de crédito acumuladas no mês para PF e PJ (exceto ACC e repasses externos)

Cabe destacar que só a retração do mercado de capitais nos últimos 6 meses (por comparação aos 6 meses encerrados em março/08) equivale aos desembolsos (médios por um período equivalente) do BNDES. Fica fácil então entender porque, mesmo com o enorme reforço de recursos colocados pelo Tesouro à disposição do BNDES (cerca de R\$ 100 bilhões ou US\$ 44 bilhões, cerca de 3,5% do PIB), não

foi possível compensar a contração do crédito privado. Para tentar induzir as instituições privadas a voltar a emprestar, o Banco Central reduziu os recolhimentos compulsórios dos bancos em R\$99,8 bilhões (até 2 de março último), além de outras medidas para incentivar a aquisição de bancos menores (ou de suas carteiras de crédito) pelos bancos maiores, inclusive os estatais. Apesar de tudo, o sistema bancário não se mostrou capaz ou desejoso de acomodar a demanda insatisfeita por crédito, acentuando a atmosfera de crise que acabou por materializar-se no quarto trimestre de 2008, quando a economia afinal desabou.

A queda do PIB no quarto trimestre de 2008 foi a maior da série histórica do PIB trimestral. A reversão abrupta do ciclo expansivo, com forte inversão da tendência de crescimento do investimento e, em menor escala, também do consumo (tabela 2), pegou de surpresa analistas dentro e fora do governo. Afinal, de um lado a economia se mostrava muito mais sólida e menos vulnerável do que em outros momentos de choque externo, e de outro, ao contrário de todas as experiências passadas de reversão cíclica, no presente caso não foi uma elevação da taxa de juros o mecanismo que deflagrou a crise.

PIB Trimestral do Brasil e Componentes de Demanda
(Variação % contra trimestre anterior, com ajuste sazonal)

Trimestre	PIB	Consumo das famílias	Consumo do Governo	Formação bruta de capital fixo	Exportação de bens e serviços	Importação de bens e serviços (-)
I.08	1,6	1,5	4,1	2,8	-6,2	1,3
II.08	1,6	0,7	-0,2	3,5	3,9	8,6
III.08	1,7	2,1	1,6	8,4	-1,4	6,4
IV.08	-3,6	-2,0	0,5	-9,8	-2,9	-8,2

Fonte: IBGE.

Tabela 2

O que se viu desta vez foi uma intensa deterioração de expectativas que marcou os meses finais de 2008. E mais, a escassez de crédito atingiu duramente setores de bens de consumo durável, especialmente automóveis. A redução da atividade nesses setores, por sua vez, contagiou seus fornecedores, levando à generalizada de férias coletivas e outros esquemas de redução da produção. O crescimento da capacidade ociosa na indústria desestimulou o prosseguimento de investimentos. Consumidores foram, ao final, contagiados pelo clima de crise, retraindo suas demandas.

Nesse contexto, o governo federal travou uma espécie de “guerra de guerrilhas” com a crise, procurando responder a cada desafio de forma específica, localizada, à medida em iam aparecendo. Assim foi, por exemplo, com a redução dos impostos sobre a produção de automóveis (IPI) para reativar as vendas do setor, com a liberação dos compulsórios para ampliar a liquidez e facilitar a compra de carteiras de créditos de bancos pequenos e médios, com o uso das reservas para substituir as linhas de crédito de comércio exterior e, posteriormente, com o refinanciamento de dívidas externas de forma mais geral.

A articulação de uma resposta mais agressiva e geral – que inclui destacadamente, na área fiscal, a ampliação dos investimentos em infra-estrutura



e um amplo pacote na área habitacional - ainda esbarra em obstáculos políticos e burocráticos.

O agravamento contínuo da crise internacional, em que a possibilidade de uma depressão se mostra cada vez menos remota, certamente agrava a situação, contribuindo para uma deterioração gradativa das expectativas que, em tese, exigiriam uma ação crescentemente vigorosa do governo em direção contrária. Em tese, o governo tem clareza a respeito do que é necessário. Na prática, contudo, a resposta tem sido dúbia e hesitante.

Por fim, uma possível herança positiva desta crise é que o Brasil aparentemente poderá chegar, ao final deste ano, com um *mix* de política macroeconômica mais consistente com o crescimento sustentado do que em qualquer momento das décadas recentes, na medida em que os juros básicos – tradicionalmente situados em níveis exorbitantes – confirmem sua trajetória de aproximação da casa de um dígito, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio se mantenha em níveis que garantem a competitividade externa da economia.