

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**As Políticas Macroeconômicas no Brasil frente à Crise  
Internacional (2007-2010): características gerais e  
resultados**

Rafaela Fernandes Portela  
Matrícula nº 107385656

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian

Rio de Janeiro  
Dezembro de 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**As Políticas Macroeconômicas do Brasil frente à Crise  
Internacional (2007-2010): características gerais e  
resultados**

---

Rafaela Fernandes Portela  
Matrícula n° 107385656

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian

Rio de Janeiro  
Dezembro de 2012

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade da autora.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos que me acompanharam durante toda graduação e contribuíram para a realização deste trabalho.

Em especial ao professor Eduardo Bastian pela atenção e tempo dedicados.

## **RESUMO**

A crise deflagrada em setembro de 2008 foi considerada uma das maiores crises da história econômica recente, desde a década de 1990, e comparável à enfrentada nos anos 30. Diante de uma rápida desaceleração da atividade econômica mundial e uma elevada contração de liquidez que contaminou todos os mercados ao redor do planeta, o Brasil se recuperou mais rápido do que os países considerados desenvolvidos. Para tentar compreender as razões que levaram a tal resultado, no presente trabalho analisaremos de que maneira as políticas macroeconômicas adotadas auxiliaram no rápido processo de recuperação apresentado pela economia brasileira a partir de setembro de 2008.

**Palavras-chave:** crise, recuperação, políticas macroeconômicas, Brasil.

## **ABSTRACT**

The crisis started in September of 2008 was considered one of the biggest crisis of the recent economic history, since the 1990's, and comparable to the one faced in the 30's. After a fast and deep economic downturn and a liquidity contraction of the markets over the world, Brazil's recovery was faster than the one observed in the considered developed countries. In this paper we will analyze how the macroeconomic politics adopted helped in the fast process of recovery presented by the brazilian economy after September of 2008.

**Key words:** crisis, recovery, macroeconomic politics, Brazil.

## SUMÁRIO:

<b>ÍNDICE DE GRÁFICOS</b>	<b>7</b>
<b>ÍNDICE DE TABELAS</b>	<b>8</b>
<b>Introdução</b>	<b>9</b>
<b>Capítulo I – Breve discussão da crise</b>	<b>11</b>
<b>I.1 - Aspectos gerais da crise</b>	<b>11</b>
<b>I.2 - O crédito subprime</b>	<b>13</b>
<b>I.3 - O papel da securitização</b>	<b>15</b>
<b>I.4 - Canais de transmissão</b>	<b>19</b>
<b>I.5 - As medidas de contenção colocadas em prática</b>	<b>20</b>
<b>Capítulo II – Caso brasileiro: análise dos dados</b>	<b>22</b>
<b>II.1 - Regime macroeconômico: características gerais</b>	<b>22</b>
<b>II.1.1 - Superávit primário</b>	<b>23</b>
<b>II.1.2 - Câmbio flutuante</b>	<b>24</b>
<b>II.1.3 Regime de metas de inflação</b>	<b>26</b>
<b>II.2 - O período 2007 -2010: os impactos da crise e a recuperação</b>	<b>28</b>
<b>II.2.1 - Comportamento dos componentes do Produto Interno Bruto</b>	<b>29</b>
II.2.1.1 - Produto Interno Bruto (PIB)	29
II.2.1.2 - Consumo das Famílias (C)	31
II.2.1.3 - Gastos do Governo (G)	34
II.2.1.4 - Investimento (I)	36
II.2.1.5 - Exportações (X) e Importações (M)	39
<b>II.3 - Conclusões parciais</b>	<b>43</b>
<b>Capítulo III – Caso brasileiro: uma interpretação</b>	<b>45</b>
<b>III.1 - As razões da recuperação</b>	<b>45</b>
<b>III.1.1 - Consumo das Famílias</b>	<b>47</b>
<b>III.1.2 - Gastos do Governo</b>	<b>50</b>
<b>III.1.3 - Investimento</b>	<b>51</b>
<b>III.1.4 - Exportações e Importações</b>	<b>53</b>
<b>III.2 - Conclusões parciais</b>	<b>56</b>
<b>Conclusão</b>	<b>60</b>
<b>Referências bibliográficas</b>	<b>65</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001–2006) .....	15
2. Evolução do Percentual de Hipotecas <i>subprime</i> Securitizadas (2001–2006).....	16
3. Necessidade de Financiamento do Setor Público (% PIB) - Resultado primário - Fluxo acumulado no ano .....	24
4. Taxa de câmbio R\$/US\$ (1999).....	25
5. Taxa de câmbio R\$/US\$ (1999 – 2010).....	26
6. Taxa de crescimento do PIB (2007.1 – 2010.4).....	30
7. Taxa de crescimento do consumo das famílias brasileiras (2007.1 – 2010.4).....	32
8. Taxas de crescimento do PIB e do Consumo das famílias (2007.1 – 2010.4) .....	33
9. Taxa de crescimento dos Gastos do Governo (2007.1 – 2010.4) .....	34
10. Taxas de crescimento do PIB e do Gasto Público (2007.1 – 2010.4).....	35
11. Taxa de Crescimento da FBKF (2007.1 – 2010.4).....	37
12. Taxas de crescimento do PIB e do Investimento (2007.1 – 2010.4) .....	38
13. Exportações (2007.1 – 2010.4).....	39
14. Taxas de crescimento do PIB e das Exportações (2007.1 – 2010.4).....	40
15. Importações (2007.1 – 2010.4) .....	41
16. Taxas de crescimento do PIB e das Importações (2007.1 – 2010.4).....	42
17. Taxa básica de juros (SELIC) determinada pelas reuniões do COPM entre 2007 e 2010.....	49
18. Desempenho do índice de Commodities Brasil – IC-Br.....	54
19. Taxa de câmbio - R\$ / US\$ (2007 – 2010).....	55



## ÍNDICE DE TABELAS

<b>1. Regime de metas brasileiro.....</b>	<b>28</b>
---	-----------

## **Introdução**

Após a década de 90, com o fim das relevantes crises de Balanço de Pagamentos iniciadas no México, seguidas pela Ásia, Rússia e Brasil, entre outros, a economia mundial não se deparou com crises importantes a ponto de comprometer o funcionamento da mesma como um todo. Porém, esse cenário foi modificado em 2007, ano marcado pelo início de uma crise no mercado de imobiliário americano conhecido como *subprime*.

A crise, que começou a se formar em 2006 com o aumento da inadimplência das hipotecas americanas, foi deflagrada em 2007 e levada a outros níveis com a quebra do Lehman Brothers em 2008. Como consequência da redução dos níveis da atividade econômica de maneira geral, registrou-se a redução do crescimento econômico em alguns países e apenas uma desaceleração de outros. Diante desse cenário de incerteza e desaceleração da atividade econômica em diversos países, o Brasil se recuperou rapidamente dessa crise financeira. Tal resultado foi atribuído por muitos ao regime macroeconômico adotado desde o Plano Real somado às políticas colocadas em prática pelo governo Lula durante a crise.

O presente trabalho tem como objetivo identificar os fatores responsáveis pela recuperação brasileira. Como objetivo geral pretende-se analisar as políticas monetárias e fiscais do Brasil durante a crise de 2007-2010. Mais especificamente, objetiva-se examinar a em que medida elas auxiliaram na recuperação da economia brasileira. O trabalho está organizado em três capítulos além da presente introdução.

No primeiro capítulo, intitulado *Breve discussão da crise*, será feita uma exposição dos principais dados e fatos acerca da crise *subprime*. O capítulo está dividido em cinco subseções e será iniciado com uma contextualização histórica, onde explicitaremos o cenário macroeconômico no qual a crise se desenvolveu. Em seguida, será estudado o crédito *subprime*, em grande parte responsável pela crise deflagrada em setembro de 2008. Na terceira seção abordaremos o papel desempenhado pela securitização e os instrumentos financeiros utilizados para *disfarçar* o elevado risco por trás de carteiras que apresentavam elevados retornos. Na quarta seção, serão abordados os canais de transmissão pelos quais a crise contagiou diversas economias rapidamente. Finalmente, na última seção, examinaremos as medidas de contenção colocadas em prática pelas diversas autoridades monetárias em todo mundo.

Em seguida, no segundo capítulo – intitulado *Caso brasileiro: uma análise dos dados* – analisamos o comportamento das taxas de crescimento do Produto Interno Bruto e seus agregados, sob a ótica da produção. Ao longo do capítulo notamos a forte influência exercida pelo consumo e pelo investimento no que tange o comportamento apresentado pelo PIB durante o período estudado. O capítulo possui três seções, na primeira, estudaremos o regime macroeconômico vigente na economia brasileira, baseado no tripé macroeconômico, a saber: metas de inflação, câmbio flexível e metas de superávit primário. Na seção seguinte, o PIB será decomposto e analisaremos a trajetória de crescimento apresentada por cada um de seus agregados entre janeiro de 2007 e dezembro de 2010. Na última parte, serão expostas as conclusões parciais do capítulo.

Finalmente, no terceiro capítulo, intitulado *Caso brasileiro: uma interpretação*, examinaremos o papel desempenhado pelas políticas macroeconômicas na rápida recuperação verificada na economia brasileira. O capítulo está dividido em duas seções principais, na primeira, serão expostas as razões responsáveis pela recessão e posterior recuperação de cada agregado macroeconômico, e na segunda, o capítulo será finalizado com uma seção dedicada às considerações parciais do mesmo.

## Capítulo I – Breve discussão da crise

A crise iniciada no ano de 2007, a princípio, foi considerada restrita ao mercado hipotecário norte-americano; porém, durante os meses que se seguiram, ficou claro que tal visão era equivocada e que ela se estendia a diversos mercados e economias em todo o mundo. Ao longo da crise, foi revelada a existência de diversos produtos financeiros, os quais contaram com uma complexa e estilizada engenharia, que permitiram que o elevado risco do segmento subprime fosse mascarado e repassado a outros mercados ao redor do planeta.

Em 15 de setembro de 2008, ocorreu o episódio considerado o agravante da crise que se desenrolava, o pedido de concordata do banco de investimentos Lehman Brothers. Sediado em Nova Iorque, o banco americano, fundado por três judeus imigrantes em 1850, era o quarto maior banco de investimentos do país. Após declarar um prejuízo de US\$7,8 bilhões somado à recusa do governo americano em auxiliar o processo de aquisição do banco por parte da instituição inglesa Barclays, o banco declarou falência, aumentando ainda mais a tensão nos mercados financeiros<sup>1</sup>.

Para compreender melhor esse episódio da história econômica recente, a crise de 2007 a 2010 terá alguns de seus aspectos e características principais abordados com o objetivo de contextualizar o trabalho neste capítulo. Para tal, o capítulo está dividido em cinco tópicos: no primeiro, a crise será exposta de maneira geral, especificando em que cenário ela se iniciou e como se desenvolveu; no segundo, trataremos do crédito *subprime*, explicando o significado do termo, a maneira como ele ganhou força e se alastrou pelo sistema hipotecário americano; em seguida, no terceiro tópico, abordaremos o processo de securitização, bem como os mecanismos utilizados para tal; no quarto, iremos abordar os canais de contágio da crise; e, finalmente, no quinto tópico, citaremos algumas das medidas de contenção tomadas pelos governos.

### I.1 - Aspectos gerais da crise

Conforme mencionamos anteriormente, a crise de 2007 decorreu da insolvência generalizada do sistema hipotecário americano, sistema esse que constitui o mais importante meio de financiamento habitacional dos Estados Unidos. De acordo com Gonçalves (2009),

---

<sup>1</sup> Informações extraídas da reportagem: “Entenda a quebra do Banco Lehman Brothers” (15/09/2008, Folha de São Paulo), disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/bbc/ult272u445110.shtml>

podemos destacar diversos determinantes dessa crise, dentre eles os conjunturais e os estruturais. O primeiro é caracterizado pela redução da taxa de juros americana, que saiu de 6% em 2001 para o patamar 1% em 2004. Tal movimento descendente da taxa básica fez que com a demanda por empréstimos em geral se elevasse, principalmente aquela por empréstimos imobiliários. Note que em meio a esse cenário de elevação do crédito, os preços dos imóveis vinham seguindo uma trajetória crescente contínua desde 1997 - que só teria o seu fim por volta de 2006.

Do ponto de vista dos determinantes estruturais, destacam-se a desregulamentação do setor financeiro e o dinamismo reduzido do setor real, o que levou ao deslocamento de recursos dos setores produtivos para financiamentos e aplicações financeiras em níveis globais. Essa desregulamentação foi marcada principalmente pelos empréstimos conhecidos como *subprime*, que são de qualidade inferior e serão explicitados mais profundamente no próximo tópico.

É importante destacar que devido à globalização vivenciada nos dias de hoje, os sistemas financeiros se tornaram cada vez mais interligados. E é por essa interdependência crescente que a crise iniciada no setor imobiliário *subprime* americano atingiu escalas globais, comprometendo desde o sistema econômico dos Estados Unidos até o Japão e Coréia do Sul, passando pela Rússia e Islândia, afetando também a América Latina.

Não podemos nos esquecer do caráter multidimensional da crise. Enquanto nos países desenvolvidos a crise transcendeu o setor financeiro da economia e contaminou o lado real da mesma, gerando desde grande desaceleração em muitos países e até recessão em outros, em países em desenvolvimento, como o Brasil, foram verificadas “crises múltiplas” caracterizadas por crises no lado real, financeiro e cambial das respectivas economias, além de pressões inflacionárias, deterioração das contas externas e crise também no setor de *commodities*<sup>2</sup>.

Finalmente, apesar de não existir um consenso em relação ao momento exato em que a crise hipotecária americana começou, a quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, foi considerada um momento decisivo para o agravamento da mesma. A partir desse momento, a crise deixou de estar limitada ao mercado hipotecário local americano e atingiu proporções globais, com dimensões dos danos e prejuízos difíceis de serem especificados, a princípio, espalhando o clima de pânico pelos mercados financeiros.

---

<sup>2</sup> As *commodities* constituem o principal produto da pauta de exportação brasileira.

## **I.2 - O crédito *subprime***

O termo *subprime* é utilizado para identificar os indivíduos (ou famílias) que não possuem renda, histórico de crédito e/ou garantias que possam contribuir na obtenção de crédito junto às instituições financeiras ou bancos, uma vez que não apresentam justificativas capazes de convencer esses agentes a conceder-lhes financiamento imobiliário.

Nos Estados Unidos o método de financiamento imobiliário mais comum é aquele feito através das hipotecas, contratos de longa duração nos quais o imóvel é dado como garantia caso o devedor não honre a sua dívida. É importante notar que nesse relacionamento entre credor e devedor, o credor não tem como objetivo reter o imóvel como forma de pagamento, já que, nesse caso, ele passa a incorrer nos custos de manutenção do mesmo e nas despesas para conseguir vendê-lo, além de deixar de receber os juros referentes ao financiamento.

Desde 1980 até os anos 2000, a economia americana foi caracterizada por um momento de crescimento e relativa tranquilidade, se defrontando apenas com duas pequenas recessões passageiras e sem grandes efeitos negativos sobre a economia de maneira geral. Nos anos 1990, os “indivíduos *subprime*” representavam um enorme potencial para o mercado imobiliário, pois estavam fora desse mercado - que girava em torno dos US\$ 10 trilhões na época - e poderiam incorrer em juros mais altos que aqueles cobrados de outros tomadores considerados menos arriscados (Borça Junior & Torres Filho, 2008).

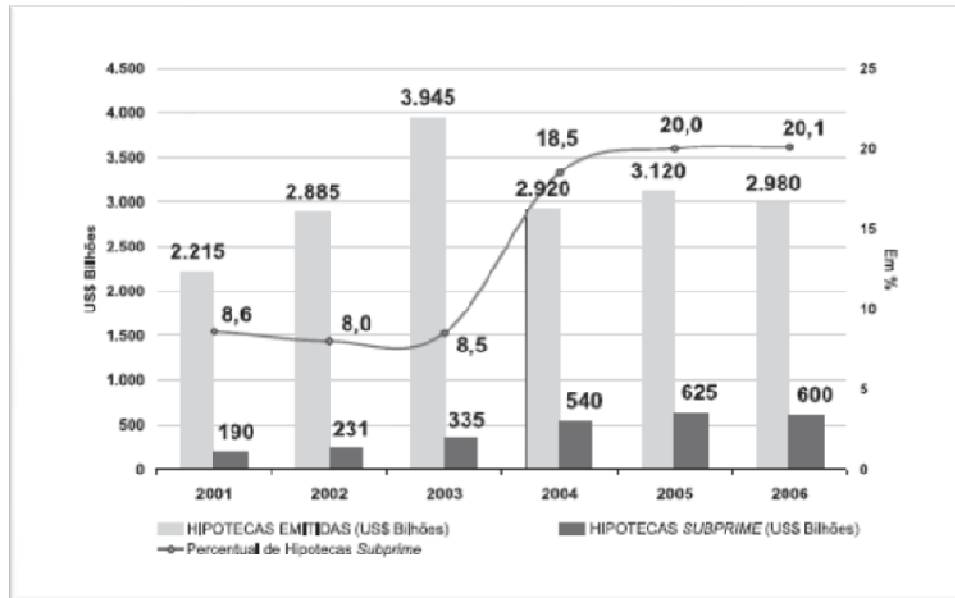
Com o aumento da oferta de crédito registrada especialmente a partir de 2001 na economia americana, o mercado hipotecário disparou, absorvendo esses potenciais tomadores de empréstimos. Um dos motivos que levaram à incorporação desses novos devedores reside no fato que as instituições financeiras americanas faziam uso de modelos estatísticos que utilizavam séries temporais as quais consideravam que se essas pessoas, apesar de não conseguirem comprovar a sua capacidade de saldar as suas dívidas, estavam empregadas e com certa estabilidade financeira nos últimos anos, a tendência seria que elas continuassem trabalhando e auferindo renda. Porém, um grave erro desses modelos foi desconsiderar que, caso ocorresse uma mudança no cenário, as projeções estariam erradas, prevendo algo que não iria se concretizar. Entretanto, esse cenário menos otimista não foi considerado, já que se acreditava na continuidade da tendência de prosperidade que a economia vinha apresentando nos últimos anos.

Soma-se a isso o fato de que após a crise enfrentada nas ações das empresas do setor de tecnologia, entre os anos de 2000 e 2002, os bancos buscavam outros ativos em que pudessem investir. Segundo Freitas e Cintra (2008), o aumento vertiginoso registrado nos preços das casas fez com que os bancos escolhessem o setor hipotecário como substituto do setor das empresas de tecnologia. De acordo com a obra mencionada, houve o aumento das linhas de crédito, criação de novas hipotecas e o refinanciamento de hipotecas antigas. Esse refinanciamento transformou a valorização patrimonial das residências em poder de compra para os proprietários através do crédito. Dessa maneira o setor bancário foi capaz de manter as suas receitas com administração de ativos, ganhos com taxas e comissões.

Assim, em meio a esse cenário de prosperidade os indivíduos do setor *subprime* viram aumentadas as linhas de crédito imobiliário disponíveis. Uma característica desse financiamento apresentado à essas famílias eram as taxas de juros reduzidas e baixas parcelas fixas durante os dois ou três primeiros anos, as quais aumentavam consideravelmente nos anos subsequentes ao empréstimo, uma vez que passavam a ser reajustadas pelas taxas de mercado. Esse mecanismo fez com que muitas famílias, atraídas pelas taxas de juros menores iniciais e sem considerarem o aumento que viria a seguir, contraíssem empréstimos junto às instituições. Mas, passados os primeiros anos, essas mesmas famílias ao observarem o aumento vertiginoso das suas dívidas, concluíam que não teriam como honrar as suas dívidas, se tornando inadimplentes, momento que coincidiu com o fim de 2006.

Além disso, a partir de meados de 2004, a taxa básica americana, sai de 1% e vai se elevando até atingir 5,25% em junho de 2006, cenário que por si só já dificultaria o pagamento desses financiamentos. Soma-se isso ao fato de que a partir de 2007 se verificou uma queda acentuada nos preços dos imóveis, que acabou por tornar impraticáveis os refinanciamentos das hipotecas e aumentou do número de famílias inadimplentes e execuções hipotecárias.

**Gráfico 1:** Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas Subprime (2001–2006)



Fonte: Borça Junior & Torres Filho (2008).

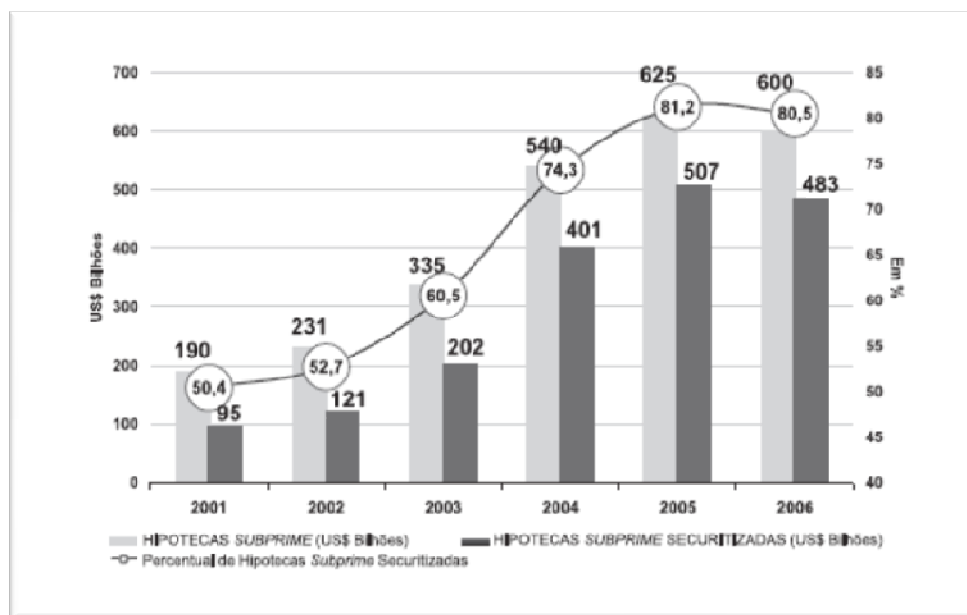
Podemos notar, através da análise do gráfico 1, que o mercado hipotecário norte-americano atinge o seu ápice no ano de 2003, quando foram emitidas por volta de US\$ 4 trilhões em novas hipotecas, com as do tipo *subprime* representando 8,5% do total, ou US\$335 bilhões. Porém, esse viés expansionista só se manteve até o fim de 2006 devido à crescente importância que o segmento *subprime* foi adquirindo ao longo desses anos. Se em 2001 esse setor representava apenas 8,5% das novas hipotecas, ao fim de 2006 já superava os 20%.

### I.3 - O papel da securitização

Se por um lado o crescimento do mercado hipotecário foi impulsionado pela absorção dos “indivíduos subprime”, por outro, a securitização dessas operações de financiamento também desempenhou um papel importante. A partir do gráfico 2, a seguir, observamos que a securitização das hipotecas *subprime* salta de 50,4% em 2001 para 80,5% em 2006.



**Gráfico 2:** Evolução do Percentual de Hipotecas *subprime* Securitizadas (2001–2006)



Fonte: Borça Junior & Torres Filho (2008).

Conforme Borça Junior e Torres Filho (2008), a maioria dos financiamentos do setor *subprime* não contou com as garantias tradicionais do governo americano devido ao alto risco de crédito associado e, por esse motivo, foram financiados pelas vendas de títulos por parte das instituições privadas. Tais garantias tradicionais se tratam dos seguros fornecidos pela *Federal Housing Administration* (FHA), instituição federal americana que faz o seguro das hipotecas concedidas por uma lista de instituições credoras parceiras. Para um empréstimo imobiliário ser garantido pela FHA, é preciso atender a diversos critérios, dentre os quais ser uma família de média/baixa renda com bom histórico de crédito. Além disso, as instituições parceiras da FHA não são autorizadas a realizar empréstimos para os indivíduos *subprime*, assim como comercializar tais tipos hipotecas. O seguro é referente ao não pagamento da hipoteca por parte dos proprietários (*default*) aos credores e os custos relacionados, geralmente repassados aos devedores e incluídos em suas parcelas mensais, terminam após 5 anos ou no momento em que resta 78% do valor da propriedade a ser pago. A vantagem dessa garantia reside no fato de que a FHA exige investimentos menores para segurar uma hipoteca, devido à sua flexibilidade<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Informações extraídas do site da instituição: [http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/program\\_offices/housing/fhahistory](http://portal.hud.gov/hudportal/HUD?src=/program_offices/housing/fhahistory)

“Inspirados no modelo de transformação das hipotecas em ativos negociáveis (*mortgage backed securities*) da Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e das empresas patrocinadas pelo governo — Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corp (Freddie Mac) —, os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, os chamados produtos financeiros estruturados, que viabilizaram a constituição de um amplo mercado secundário para os empréstimos. Ao mesmo tempo, essas instituições passaram a priorizar operações não-registradas no balanço (garantias de crédito, por exemplo) e a criar diferentes tipos de empresas de propósitos especiais (SPV na sigla em inglês), como os veículos de investimento estruturados (SIV na sigla em inglês) e condutores externos (*conduits*). Os bancos transferiam parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, em geral localizados em paraísos fiscais, de forma a reduzir as exigências de capital e liberar recursos para novos negócios.” (Freitas & Cintra, 2008, p.3)

Assim, os agentes privados que não dispunham do seguro fornecido pela FHA, fizeram uso de uma complexa e estilizada engenharia financeira para conseguirem vender esses títulos a terceiros, fosse diretamente através de fundos que reuniam diversas hipotecas com um risco mais baixo (e conseqüentemente retornos reduzidos); fosse através de fundos *Collateralized Debt Obligations* (CDO, ou *obrigações de dívidas garantidas*, tradução livre), que reuniam as hipotecas com um risco um pouco mais elevado e outros títulos como os recebíveis de financiamento estudantil e de automóveis, entre outros, o objetivo principal era dissolver o risco individual de cada hipoteca e criar um fundo com melhor classificação de risco, o que acabou por transferir o risco das instituições que geravam esses empréstimos para diversas outras instituições.

“Essa combinação de títulos, com naturezas distintas e riscos diversos, permitiu que inúmeros papéis lastreados nas hipotecas subprime fossem classificados como de baixo risco ou, até mesmo, como *investment grade* pelas agências internacionais de *rating*. O resultado final desse processo gerava uma ampla disseminação do risco de crédito, o qual era transferido das instituições financeiras originadoras para os mais diversos tipos de investidores. De acordo com Cintra e Cagnin (2007, p. 319): As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados nas hipotecas subprime acabaram re-classificados como de excelente risco ou como grau de investimento. O re-empacotamento das hipotecas de alto risco, com anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou sua aquisição pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as companhias de seguro, que observam regras de prudência.” (Borça Junior & Torres Filho, 2008, p.142)

Em alguns casos, o risco foi reduzido de tal maneira que instituições que possuem políticas rígidas em relação à aquisição de ativos com reduzida aversão ao risco, acabaram adicionando às suas carteiras tais financiamentos de elevado risco individual. É importante

destacar que apesar do elevado risco, as hipotecas subprime são caracterizadas por elevadas taxas de retorno.

Além disso, foram utilizados ainda os *Structured Investment Vehicles* (SIVs, ou *veículos de investimento estruturado*, tradução livre), que se tratavam de empresas de investimento estruturado que tinham como atividade emitir títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas para recompensar as aplicações de caixa das empresas. Porém, havia um descompasso entre os ativos e passivos dessas empresas, já que os ativos eram os contratos de longo prazo de financiamento imobiliário, geralmente de 30 anos, e as obrigações eram de curtíssimo prazo, com prazo de maturação de três ou seis meses. Para corrigir esse problema, os SIVs se viam obrigados a manterem programas de colocação e resgate dos seus títulos de maneira constante. O que tornava essas empresas atraentes era a combinação das altas rentabilidades das cotas de pior risco, que reuniam as hipotecas com maior risco de inadimplência, como as subprime, e as reduzidas taxas de juros desses títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas.

Dessa maneira, ao empregar diversas manipulações através dos instrumentos financeiros anteriormente explicitados, os bancos e outras instituições conseguiram não apenas aumentar as respectivas alavancagens, como transferir os riscos de créditos dessas hipotecas *subprime* para os outros investidores e o mercado financeiro - o que representava uma excelente oportunidade de auferir ganhos.

Com a inadimplência crescente no pagamento das hipotecas iniciada em 2006, deu-se o início da crise financeira deflagrada em 2007. As hipotecas não estavam sendo pagas e os detentores dos títulos, ao perceberem que poderiam não receber os juros, iniciaram um movimento de venda dos mesmos, o que acabou reduzindo de maneira mais rápida e profunda o valor desses títulos.

Um agravante dessa crise estava no fato de que muitos bancos e instituições financeiras possuíam esses títulos em seus ativos (ou direitos a receber), o que fez com que muitos deles, no decorrer da crise, apresentassem direitos a receber menores do que as obrigações que tinham que cumprir. Nesse caso, duas situações foram observadas: as instituições que faliram e aquelas que sofreram intervenções por parte do governo americano e/ou foram vendidas para outras instituições. Nesse cenário, as instituições que se mantiveram, se contraíram, diminuindo o crédito disponível para a economia em geral, o que

acabou reduzindo os investimentos em outros setores econômicos e a dinâmica que regia a economia americana, caracterizando o quadro da armadilha de liquidez<sup>4</sup>.

#### **I.4 - Canais de transmissão**

O aspecto global da crise não se verificou apenas nos estilizados instrumentos e na complexa engenharia financeira capazes de espalhar por toda a economia global as hipotecas *subprime*, ainda que disfarçadas. A velocidade com que a crise se espalhou e levou pânico aos mercados também fez parte desse aspecto. Examinamos anteriormente os instrumentos financeiros e a maneira como eles foram disseminados, abordaremos agora os canais pelos quais a crise contaminou as economias de diversos países.

De acordo com Gentil & Araújo (2010), destacaram-se como meios de transmissão os seguintes canais: as contas externas, os sistemas financeiros e as expectativas. No que se refere às contas externas a transmissão se deu através de duas frentes: a queda dos preços das commodities e a redução da liquidez no mercado internacional. Com a queda nos preços das commodities agrominerais, principais componentes da pauta de exportações brasileira, houve também a redução na quantidade exportada, o que influenciou de maneira negativa a balança comercial.

Além disso, no que tange a diminuição da liquidez no mercado internacional, diversas empresas e bancos adotaram a medida de remeter os lucros às matrizes - na maioria dos casos, os países centrais em dificuldades - o que somado à fuga de capitais verificada, atuou negativamente nas contas de serviços e rendas e na conta financeira, respectivamente. É importante destacarmos que como consequência de tais impactos negativos, verificou-se certa desvalorização cambial, o que por si só poderia reproduzir efeitos inflacionários, os quais não se verificaram justamente pela queda no preço das commodities (Gentil & Araújo, 2010:10).

Já no que tange o sistema financeiro temos uma especificidade no caso brasileiro. Devido à elevada atratividade dos títulos públicos, os quais combinavam elevadas taxas de retorno e certa segurança, as grandes instituições financeiras, que operavam no mercado brasileiro, optavam por não adquirirem os títulos mais arriscados, como aqueles atrelados as

---

<sup>4</sup> A armadilha de liquidez é verificada quando, geralmente em situações de crise ou temor, os agentes econômicos dispõem de dinheiro que poderia ser emprestado, porém decidem por resará-lo com o temor de que possam precisar recorrer à ele em um momento posterior. Dessa maneira, os agentes possuem liquidez, porém escolhem por “empoçá-la”.

hipotecas *subprime*. Entretanto, as instituições de menor estrutura, que enfrentavam mais dificuldades na captação de recursos, fizeram usos da captação via Certificado de Depósitos Bancários (CDBs) e os atrelavam à contratos de derivativos de câmbio. Tal maneira de captar recursos fez com que essas instituições, após a desvalorização cambial, apresentassem perdas expressivas.

Como já foi mencionado, durante a crise, grande parte dos bancos estrangeiros decidiu realocar os respectivos portfólios de modo que as operações no Brasil tinham como objetivo fazer caixa e remeter os lucros para as matrizes que se encontravam em dificuldades. Dessa maneira, a incerteza em relação ao futuro da crise financeira e da economia brasileira, somadas à escassez de liquidez no mercado internacional fizeram com que as instituições contraíssem o crédito no mercado brasileiro, o que por sua vez, acabou atingindo famílias e empresários causando queda da demanda e desaceleração econômica.

Finalmente, as expectativas atuaram através do aumento da aversão ao risco e preferência pela liquidez, o que fez com que os bancos reduzissem a oferta de crédito no mercado brasileiro, o que, por sua vez, afetou as decisões das famílias e empresários. Com menor disponibilidade de crédito, famílias adiaram decisões de consumo, assim como empresários revisaram as respectivas decisões de investir<sup>5</sup> (Gentil & Araújo, 2010:11).

Além disso, não podemos deixar de citar a questão da globalização crescente, visto que atualmente a globalização financeira superou a comercial (Salama, 2009). Assim, ao somarmos os três canais de transmissão explicitados à globalização, obtemos a crise de 2007 que, apesar de ter as suas raízes no mercado hipotecário americano, alcançou proporções e ocasionou perdas a níveis mundiais.

### **I.5 - As medidas de contenção colocadas em prática**

Desde o início da crise, diversas medidas de contenção passaram a ser tomadas pelos governos e Bancos Centrais dos países a fim de reduzir as perdas e minimizar os danos. De acordo com Gonçalves (2010), as medidas adotadas pelos governos podem ser divididas em cinco grupos, dos quais podemos destacar as relacionadas à liquidez, outras relacionadas à manutenção da demanda agregada através das políticas governamentais expansionistas, temos

---

<sup>5</sup> O impacto sobre o Consumo das Famílias e Investimento, tanto público, como privado, serão mais profundamente examinados no capítulo seguinte.

ainda as medidas no setor cambial, ações de “saneamento do mercado financeiro” e, por fim, medidas que visavam manter a disponibilidade de crédito.

Uma das primeiras medidas tomadas foi o aumento da liquidez, ou seja, os recursos disponíveis na economia foram expandidos para as instituições financeiras e não financeiras. Em segundo lugar, as políticas macroeconômicas, monetárias e fiscais, expansionistas, que se dão basicamente através do aumento dos gastos públicos e cortes nas taxas de juros, com o objetivo de manter a demanda agregada foram largamente utilizadas. Um exemplo disso foi a redução coordenada das taxas de juros em diversos países já em outubro de 2008.

Em terceiro lugar, foram verificadas medidas de enfrentamento da crise cambial, especialmente naqueles países que apresentam fragilidade em relação ao setor externo. Esse tipo de ação pode ser dividida em basicamente dois tipos: a intervenção conhecida como *soft*, caracterizada por operações nos mercados futuros, *swap* cambial entre outros, e a intervenção *hard*, marcada pelo controle direto do mercado cambial e a mobilidade de capitais, através de taxas múltiplas e controles nos fluxos de capitais, entre outros.

Em quarto lugar, no decorrer da crise se observou também um “saneamento” do mercado financeiro, através de falências - como foi o caso do Lehman Brothers em setembro de 2008 - e fusões e aquisições, como a aquisição do Bear Stearns pelo JP Morgan em março de 2008 e a compra do banco de investimento Merrill Lynch pelo banco Bank of America. Além disso, foi registrada a estatização dos agentes financeiros, seja parcial ou total, como foi o caso foi o caso das agências Fannie Mae e Freddie Mac que juntas eram responsáveis por 40% do mercado hipotecário norte-americano, administrando cerca de US\$5 trilhões em ativos. Ou ainda o caso da seguradora AIG que teve 80% das suas ações repassadas ao governo dos Estados Unidos bem como a gestão dos seus negócios, depois de ter recorrido à empréstimos do FED.

Em quinto lugar, diversas ações foram realizadas a fim de garantir empréstimos, aplicações financeiras e depósitos, ilustrado pelo aumento dos limites de garantia de depósitos à prazo e à vista em diversos países. Finalmente, foram executadas medidas que objetivam reduzir o impacto social da crise. Tais medidas variam de acordo com os objetivos a serem alcançados, no caso americano foram criados mecanismos para facilitar o refinanciamento das hipotecas e evitar as execuções hipotecárias a partir do momento que a inadimplência começou a aumentar exponencialmente.

## **Capítulo II – Caso brasileiro: análise dos dados**

Com o anúncio da falência do banco norte americano Lehman Brothers em setembro de 2008, houve correria e pânico nos mercados financeiros em todo o mundo. A crise, que antes era vista como restrita ao mercado hipotecário norte americano, foi elevada à crise financeira da qual não era possível prever a extensão e profundidade dos danos. A crise americana rapidamente se transformou em uma crise global, afetando as taxas de crescimento de todos os países.

Diante do cenário de incerteza e desaceleração da atividade econômica em diversas economias, o Brasil se recuperou rapidamente dessa crise se comparado à recuperação ocorrida nos ditos países desenvolvidos. A rápida recuperação brasileira foi atribuída por muitos ao regime macroeconômico adotado desde o Plano Real somado às políticas colocadas em prática pelo governo Lula durante a crise. Inicialmente o governo brasileiro decidiu trabalhar com a hipótese de descolamento dos mercados emergentes em relação às economias desenvolvidas. Todavia, com o desenrolar da crise ao longo do ano de 2009, diversas medidas foram adotadas, tanto no aspecto monetário, como no fiscal.

Com o objetivo de avaliar os impactos da crise no Brasil e os efeitos das medidas colocadas em prática pelo governo brasileiro, analisaremos no presente capítulo o comportamento dos componentes do Produto Interno Bruto (PIB) pela ótica da demanda entre o primeiro semestre de 2007 e o quarto trimestre de 2010. O capítulo está dividido em três seções: na primeira, iremos caracterizar o regime macroeconômico brasileiro no período pré-crise; na segunda, serão examinados o comportamento dos componentes do PIB pela ótica da demanda antes e durante a crise; finalmente, na terceira seção, serão expostas as conclusões parciais do capítulo.

### **II.1 - Regime macroeconômico: características gerais**

A década de noventa foi caracterizada pelas várias crises nos Balanços de Pagamento em diversos países distintos. A primeira delas ocorreu na Europa em 1992, seguida pela crise mexicana em 1994, asiática em 1997, e russa em 1998. Como consequência geral de cada uma dessas crises podemos destacar a redução do crédito disponível no mercado internacional, principalmente para os países em desenvolvimento, dentre eles o Brasil. Nesse contexto, o Brasil sofreu de maneira considerável com o contágio da crise russa, o que levou a

um ataque especulativo contra o real em fins de 1998 e início de 1999 que, por sua vez, acabou culminando no abandono da âncora cambial.

Assim, o ano de 1999 pode ser considerado de grandes mudanças no que tange ao gerenciamento do regime macroeconômico brasileiro. Nesse ano foram realizadas as mudanças necessárias para constituir o regime de tripé, caracterizado pelo câmbio flutuante, superávits primários e regime de metas de inflação, que desde então caracteriza a economia brasileira. Examinaremos cada um desses pilares a seguir.

### **II.1.1 - Superávit primário**

Um dos impactos da crise russa no Brasil foi o acúmulo de perdas das reservas internacionais de aproximadamente US\$ 30 bilhões. Além disso, o país se deparou com a dificuldade em financiar os déficits em conta corrente, prática comum nos últimos quatro anos, devido à ausência de crédito no mercado internacional (Schwartzman, 1999). Diante desse cenário, o país precisou recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

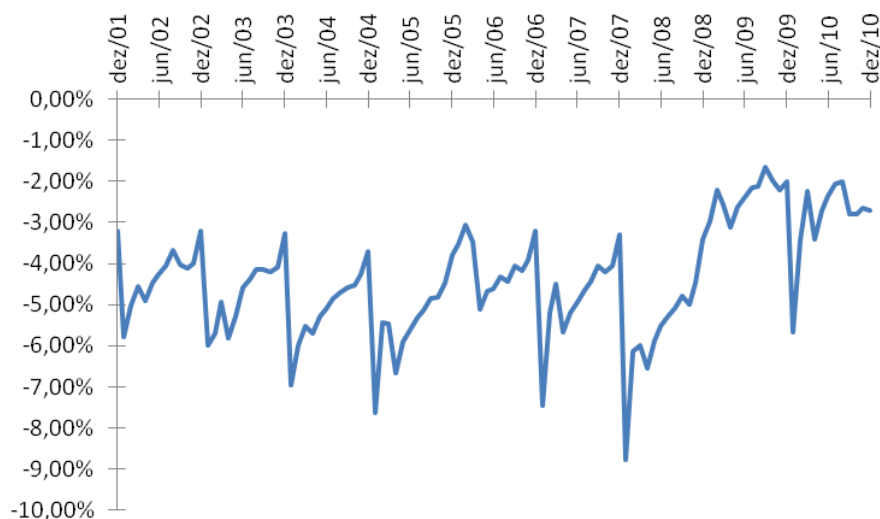
Ainda no ano de 1998 começaram as negociações com o FMI, porém o acordo só foi concluído em 1999. Para realizar o empréstimo, o FMI exigiu o cumprimento de metas de superávits primários a serem estipuladas. Essas metas, por sua vez, acabaram sendo maiores do que aquelas inicialmente planejadas devido ao fato de que no momento em que o acordo foi finalizado, a dívida pública brasileira havia aumentado. Esse aumento da dívida era consequência em parte da desvalorização cambial, resultante do novo regime cambial, adotado no início de 1999, que afetava diretamente uma parcela da dívida e será mais bem detalhado no item a seguir.

O superávit primário consiste no saldo positivo das contas primárias do governo, ou seja, quando as despesas são inferiores às receitas, desconsiderando os juros e a correção monetária. O regime de metas de superávits estava de acordo com o modelo de ajuste fiscal ortodoxo recomendado pelo FMI, caracterizado pelo aperto fiscal. Além das metas de superávit, o governo brasileiro tinha o controle da relação dívida pública/PIB como objetivo de curto e médio prazo. É importante destacar que, apesar de as metas terem sido reajustadas para valores maiores, o país foi capaz de cumpri-las.



### Gráfico 3: Necessidade de Financiamento do Setor Público (% PIB)

Resultado primário - Fluxo acumulado no ano



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Nota: (-) = superávit.

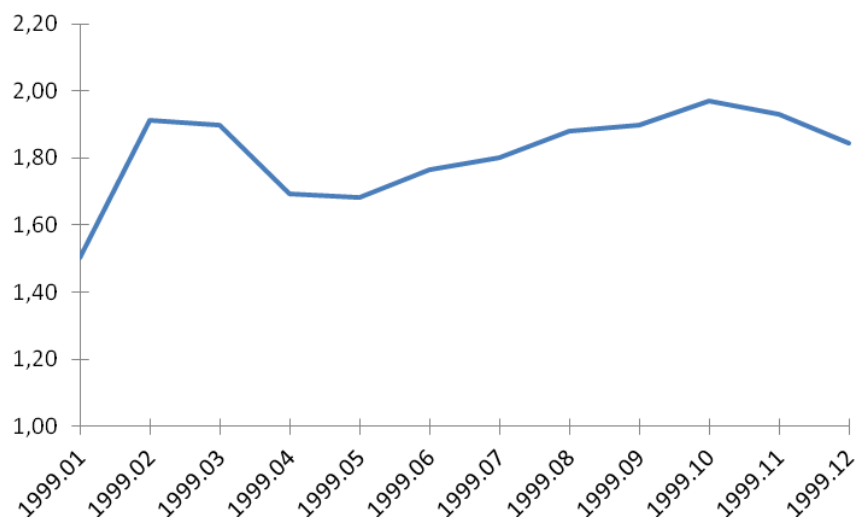
A partir da análise do gráfico 3, notamos que desde o início da série disponibilizada, a economia registrou valores negativos de necessidade de financiamento, ou seja, valores positivos conforme o regime praticado pela autoridade monetária.

#### II.1.2 - Câmbio flutuante

A mudança do regime cambial era vista com muita resistência, pois existia o receio de que a desvalorização cambial posterior à mudança reproduzisse no Brasil o surto inflacionário que havia acometido o México anos antes. Apesar disso, o regime de câmbio flutuante foi adotado em janeiro de 1999, após diversas tentativas de evitá-lo, substituindo o regime de âncora cambial.

Inicialmente, a taxa de câmbio se depreciou saindo de R\$ 1,2078 em 4 de janeiro de 1999 e alcançando R\$2,1647 em 3 de março de 1999, como podemos verificar no gráfico abaixo.

**Gráfico 4:** Taxa de câmbio R\$/US\$ (1999)

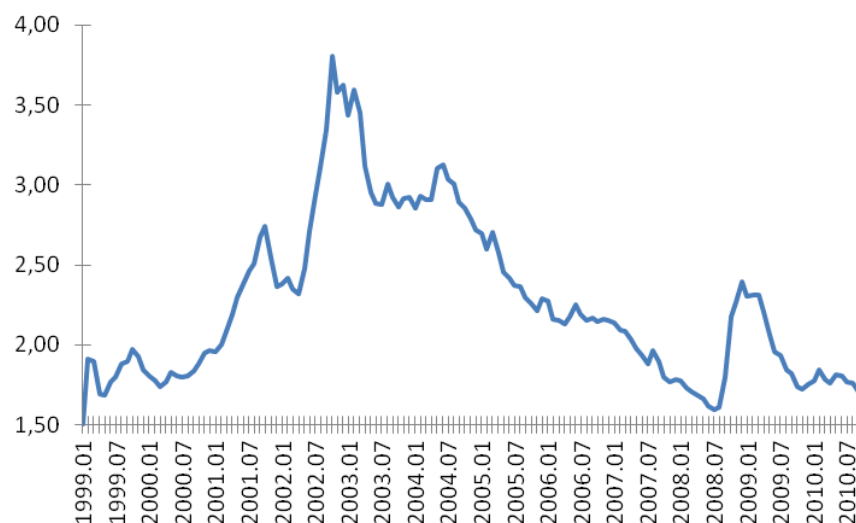


Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Nota: R\$/US\$, média mensal da taxa comercial de venda.

De acordo com o gráfico 4, notamos que apesar da depreciação cambial verificada com a mudança no regime, a história mexicana não se repetiu no Brasil. Segundo Giambiagi *et.al.* (2005), isso ocorreu por diversas razões, como o fato de que a desvalorização ocorreu em um momento que a produção industrial registrava queda, o que diminuiu o risco de repasse cambial aos preços; a baixa inflação inicial mensal registrada reduziu consideravelmente a expectativa da propagação dos aumentos de preços; a política monetária foi capaz de conter o ritmo dos reajustes de preços; entre outros (Giambiagi *et.al.*, 2005: 178 - 179).

**Gráfico 5:** Taxa de câmbio R\$/US\$ (1999 – 2010)



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Nota: R\$/US\$, média mensal da taxa comercial de venda.

Examinando o gráfico 5, notamos que a oscilação da taxa de câmbio apresentada ao longo do ano de 1999 foi pequena se comparada aos valores observados entre janeiro de 1999 e dezembro de 2010.

### II.1.3 Regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação<sup>6</sup> é caracterizado por estabelecer uma meta de crescimento para um índice de preços em um horizonte temporal, a ser determinado pela autoridade monetária do país. Uma vez divulgados a meta e o período em que a mesma deverá ser alcançada, o Banco Central passa a ter como objetivo principal de política monetária perseguir o valor especificado. Para tal, a taxa de juros atuará como instrumento de política monetária, sendo ajustada de modo que o índice venha a convergir para a meta. É importante destacar que, ao optar pelo regime de metas, o país torna explícito o compromisso de manter a inflação baixa e estável.

A meta pode ser pontual ou apresentar intervalos conhecidos como bandas. Ao escolher pelo sistema de bandas, os responsáveis pela política monetária dispõem de maior

<sup>6</sup> Para mais informações sobre o regime de metas de inflação consultar Cardim *et al* (2000) e BCB (2011).

flexibilidade, pois esses intervalos possibilitam a absorção de eventuais choques que possam interferir no comportamento do índice escolhido. Entretanto, a partir da visão teórica que embasa o regime de metas, a credibilidade da política monetária fica reduzida, já que, dependendo da extensão da banda, diminui a confiança do público no cumprimento da meta. Ao optar pela meta pontual, verifica-se o contrário, há maior confiança por parte do público no cumprimento do objetivo, porém, ocorre a redução na flexibilidade da política monetária de absorver choques imprevistos. Assim, ao optar por um tipo de meta, o formulador da política monetária de um país se defronta com o *trade-off* confiança do público *versus* flexibilidade da política monetária.

No Brasil o regime foi adotado em junho de 1999, pouco tempo depois da mudança no regime cambial. O índice escolhido foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o sistema é constituído pela meta e intervalo, que variou entre 2,0 e 2,5 pontos percentuais (p.p.) desde o início do regime. A meta é proposta pelo Ministro da Fazenda e decidida e publicada pelo Conselho Monetário Nacional, composto pelos Ministros da Fazenda e Planejamento, além do presidente do Banco Central (BCB). A cada 45 dias o Comitê de Política Monetária (COPOM) se reúne durante dois dias para decidir a taxa SELIC que irá vigorar, de modo que a meta seja atingida, e o viés<sup>7</sup>. Na tabela 1 abaixo estão expostos dados referentes ao sistema desde o início da sua vigência na economia brasileira.

---

<sup>7</sup> O viés pode ser de baixa, alta ou neutro e, se o mesmo for divulgado, permite que a autoridade monetária modifique a taxa SELIC sem que uma reunião extraordinária seja convocada. Se o viés for de baixa, por exemplo, a taxa SELIC poderá ser reduzida, já se o viés for de alta, ela poderá ser elevada antes da próxima reunião.

**Tabela1:** Regime de metas brasileiro

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999	8,0	2,0	6,0 - 10,0	8,9
2000	6,0	2,0	4,0 - 8,0	6,0
2001	4,0	2,0	2,0 - 6,0	7,7
2002	3,5	2,0	1,5 - 5,5	12,5
2003	8,5		-	9,3
2004	5,5	2,5	3,0 - 8,0	7,6
2005	4,5	2,5	2,0 - 7,0	5,7
2006	4,5	2,0	2,5 - 6,5	3,1
2007	4,5	2,0	2,5 - 6,5	4,5
2008	4,5	2,0	2,5 - 6,5	5,9
2009	4,5	2,0	2,5 - 6,5	4,3
2010	4,5	2,0	2,5 - 6,5	5,9
2011	4,5	2,0	2,5 - 6,5	6,5
2012	4,5	2,0	2,5 - 6,5	n.d.

Fonte: BCB. Elaboração própria.

n.d. = não disponível

Examinando a tabela 1, podemos perceber que, à exceção dos anos de 2001 a 2003, o país foi capaz de cumprir a meta em todos os anos, apesar de em nenhum deles ter alcançado o centro da meta. O não cumprimento da meta está previsto no regime e, como consequência, o presidente da autoridade monetária fica obrigado a escrever um comunicado, conhecido no Brasil como Carta Aberta, explicando o ocorrido, identificando as possíveis causas, especificando as medidas adotadas para resolver o problema e evitar que isso se repita. Por esse motivo, o presidente do Banco Central brasileiro, escreveu três cartas – anos 2002, 2003, 2004 – referentes aos anos em que a meta, incluindo a banda, foi extrapolada.

## II.2 - O período 2007 -2010: os impactos da crise e a recuperação

Após a breve exposição do regime macroeconômico brasileiro, iniciaremos agora a análise dos efeitos da crise na economia brasileira. Para tal faremos a análise do comportamento dos componentes do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro entre o primeiro trimestre de 2007 e o primeiro trimestre de 2010. Será utilizada a mesma metodologia presente em Agis (2010), de modo que iremos avaliar o comportamento dos componentes do

Produto Interno Bruto e a maneira que esses influenciaram os movimentos do PIB ao longo da crise.

### **II.2.1 - Comportamento dos componentes do Produto Interno Bruto**

Para avaliar o comportamento dos componentes do Produto Interno Bruto (PIB), consideraremos uma economia aberta e com governo, sob a ótica da demanda, a qual pode ser representada pela seguinte identidade macroeconômica:

$$Y = C + I + G + X - M$$

Onde Y representa o PIB que é igual aos gastos das famílias com consumo (C); somados aos dispêndios com a aquisição de bens de produção e/ou capital, com o objetivo de aumentar a capacidade produtiva, isto é, os investimentos dos setores público e privado (I); acrescentados os gastos do setor público (G); adicionados às exportações (X), que caracterizam a venda de parte da produção interna para o exterior, e subtraídas as importações (M), que correspondem à aquisição dos produtos do resto do mundo.

Optamos por trabalhar os dados sob o formato de taxas de crescimento, comparando o trimestre de um ano com o mesmo trimestre do ano anterior, para podermos visualizar os movimentos dos agregados de maneira mais clara e evitar problemas relacionados à sazonalidade. Vale lembrar que a sazonalidade<sup>8</sup> é uma questão importante quando se trata da análise do comportamento do PIB e seus componentes.

#### **II.2.1.1 - Produto Interno Bruto (PIB)**

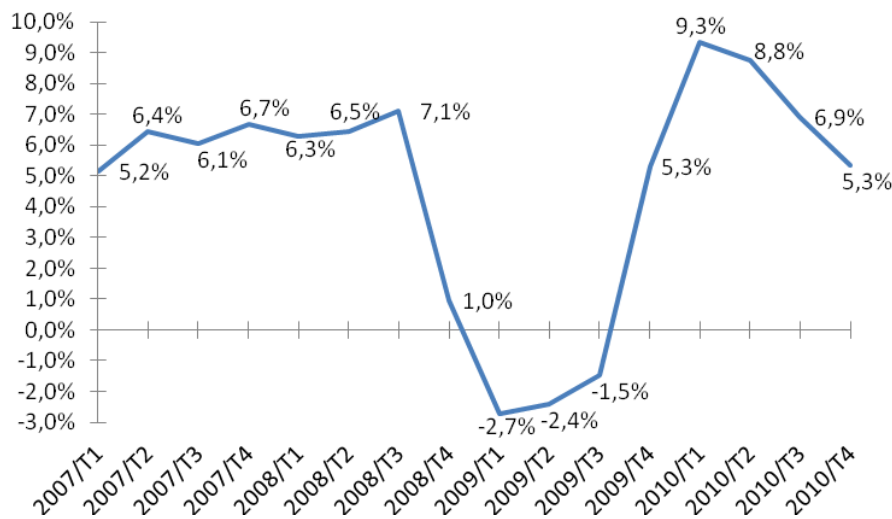
O Produto Interno Bruto (PIB) corresponde à soma das riquezas produzidas em uma economia durante um período. O PIB pode ser avaliado pela ótica da oferta ou da demanda. Sob a ótica da oferta, são avaliados os dados referentes ao Valor Adicionado dos setores da economia – agropecuária, indústria e serviços – e os impostos, descontados os subsídios. Já sob a perspectiva da demanda, assume-se a identidade macroeconômica já exposta anteriormente, onde o PIB é resultado da soma dos gastos com consumo por parte das famílias, aos gastos do governo, os investimentos e as exportações líquidas.

---

<sup>8</sup> Podemos destacar, por exemplo, o fato de que a atividade econômica fica aquecida no fim do ano em decorrência do Natal e recebimento do 13º salário dos trabalhadores, o que poderia causar quedas bruscas das taxas de crescimento quando comparamos ao primeiro trimestre do ano seguinte, entre outros episódios.

Conforme informamos anteriormente, no presente trabalho, optamos por examinar o PIB e os seus componentes sob o prisma da demanda. Para tal, iniciaremos as análises pelo PIB em si, entre 2007 e 2010, inclusive. Tal comportamento será exposto no gráfico 6, a seguir.

**Gráfico 6:** Taxa de crescimento do PIB (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

O gráfico 6 foi elaborado com as taxas de crescimento do PIB nas quais comparamos o valor do produto registrado em um trimestre, com o valor registrado no mesmo trimestre do ano anterior. Dito isso, ao observarmos o gráfico, notamos que durante todo o ano de 2007 até o terceiro trimestre do ano de 2008, o PIB brasileiro registrava taxas de crescimento positivas e razoavelmente altas, oscilando entre 5% e 7%, aproximadamente. A mudança na trajetória das taxas de crescimento ocorreu no quarto trimestre do ano de 2008, logo após a notícia da falência do banco americano Lehman Brothers em setembro do mesmo ano, quando a taxa de crescimento sofreu uma queda considerável e atingiu o valor de 1% ao trimestre.

No ano de 2009, o cenário se agravou e o ano foi marcado por taxas negativas de crescimento durante os três primeiros trimestres, atingindo o seu valor mais baixo nos três primeiros meses do ano com -2,7%. Apesar do crescimento registrado do PIB entre janeiro e setembro de 2009 ter sido negativo, a partir do segundo trimestre, nota-se o início da recuperação, com as taxas negativas cada vez menores e mais próximas de níveis positivos. Ao fim do ano, o produto retornou ao patamar positivo, alcançando 5,3% de crescimento.

O ano de 2010 foi inaugurado com um crescimento de 9,3% já no primeiro trimestre, ultrapassando até mesmo os níveis pré-crise. Ou seja, um ano após apresentar o menor crescimento registrado desde o início da crise, o PIB alcançou o maior patamar já visto na série avaliada. Entretanto, apesar dos bons números do início do ano, ao longo de 2010 as taxas foram se tornando menores, caindo para 8,8% no segundo trimestre, depois a 6,9% no período seguinte, chegando a 5,3% nos últimos três meses do ano. É importante ressaltar que apesar da queda da taxa de crescimento do PIB ao longo do ano, ela ainda foi consideravelmente elevada para os padrões brasileiros.

Vale ressaltar a rápida velocidade com que a economia brasileira se recuperou após o agravamento da crise em 2008. Em menos de um ano após registrar as menores taxas de crescimento da série estudada, o PIB demonstrou taxas de crescimento que superaram os níveis pré-crise. Além disso, por ter apresentado uma queda brusca do seu crescimento, seguida por um crescimento forte e rápido, a trajetória da recuperação do produto brasileiro pode ser caracterizada pelo formato “V”<sup>9</sup>.

### **II.2.1.2 - Consumo das Famílias (C)**

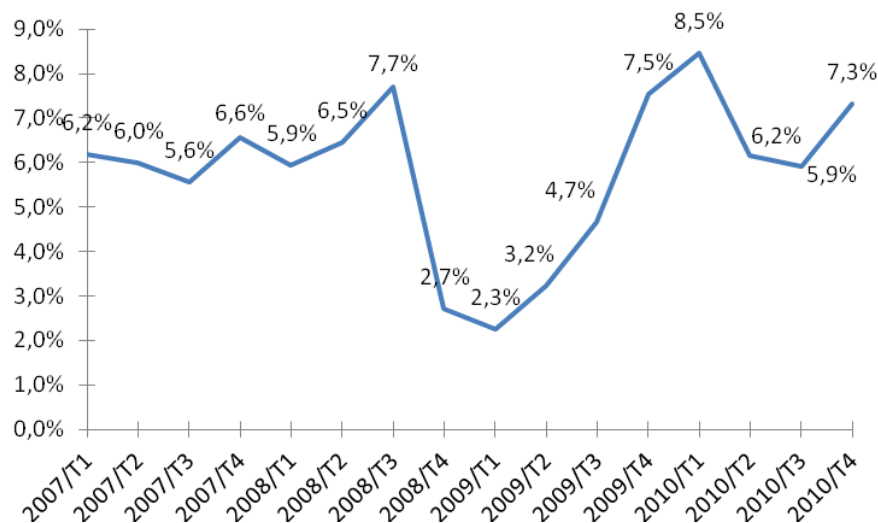
Examinaremos agora o gasto das famílias brasileiras com consumo entre o primeiro trimestre de 2007 e o quarto trimestre de 2010. Estudando os gráficos, observaremos o comportamento do consumo ao longo da crise e a maneira como ele reagiu aos incentivos do governo e do mercado.

---

<sup>9</sup> Para saber mais acerca dos formatos de recuperação, consultar: IPEA (2009a).



**Gráfico 7:** Taxa de crescimento do consumo das famílias brasileiras (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

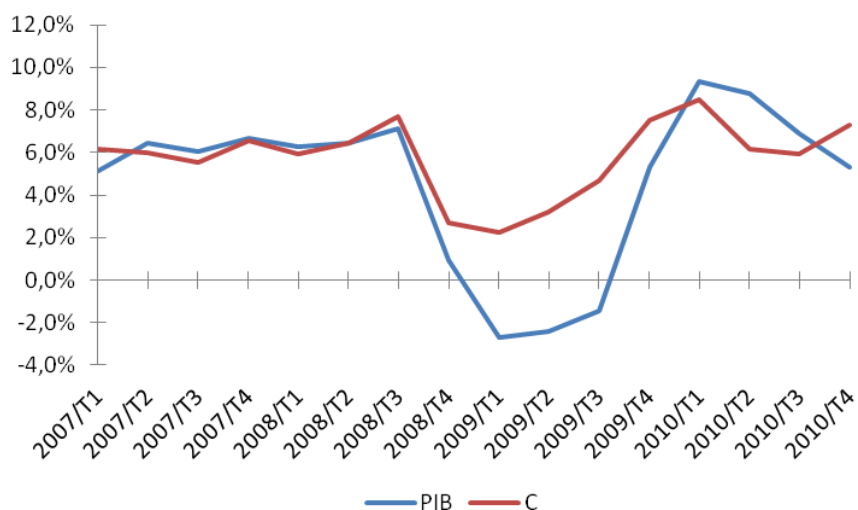
A partir do gráfico 7, observamos que o ano de 2007 foi marcado por certa estabilidade no que se refere ao consumo das famílias, com as taxas de crescimento variando entre 5,5% e 6,5% ao trimestre. Durante o primeiro trimestre de 2008, o consumo ainda se manteve dentro do padrão de crescimento de 2007, registrando um crescimento de 5,9% em relação ao mesmo período do ano anterior. Após o segundo trimestre nota-se o início de uma trajetória ascendente que se estendeu por dois trimestres, com o consumo atingindo a taxa de crescimento mais elevada até então, no período examinado, de 7,7%, quando foi interrompida pela queda abrupta da variável nos últimos três meses de 2008, chegando a 2,7%.

O cenário de desaceleração se manteve apenas durante os três primeiros meses de 2009, depois desse período o agregado retomou a trajetória de crescimento, alcançando já no último trimestre uma taxa de crescimento de 7,5%. O primeiro trimestre de 2010 foi caracterizado pela maior taxa de crescimento registrada até então, no período examinado, de 8,5%, pouco mais de um ano depois de registrar os seus valores mais baixos durante a crise. Nos dois trimestres seguintes, o consumo cresceu a taxas menores, 6,2% e 5,9%, respectivamente, apresentando uma pequena elevação e fechando o ano com um crescimento de 7,3% no quarto trimestre de 2010.

É importante atentarmos para o fato de que, apesar da queda nos números dos três trimestres finais de 2010, se comparados ao primeiro trimestre, a taxa de crescimento se manteve dentro dos níveis anteriores à crise, o que não caracteriza uma queda significativa do

crescimento do agregado. A seguir, no gráfico 8, iremos comparar o comportamento desse agregado com aquele apresentado pelo PIB durante o mesmo período.

**Gráfico 8:** Taxas de crescimento do PIB e do Consumo das famílias (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

Examinando o gráfico 8, não podemos deixar de destacar a maneira como o comportamento do consumo das famílias foi semelhante ao do PIB no intervalo entre janeiro de 2007 e março de 2010. Ambos agregados se mantiveram crescendo de maneira regular ao longo do ano de 2007 até o terceiro trimestre de 2008, quando apresentaram um comportamento quase idêntico, apresentando taxas de crescimento no mesmo patamar. A partir do quarto trimestre de 2008, apresentaram reduções dramáticas nas respectivas taxas de crescimento e o ano de 2009 foi marcado pelos menores valores registrados nos dois agregados durante a série estudada.

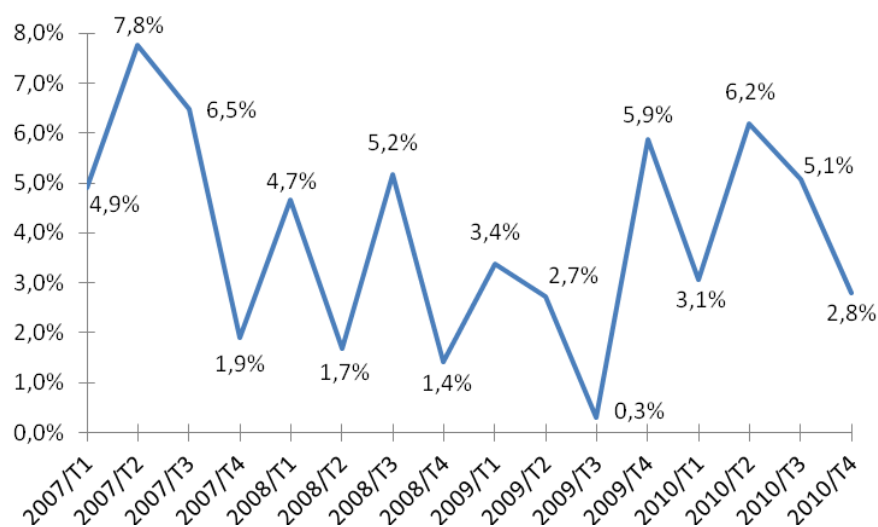
Por outro lado, tanto o PIB, como o consumo, iniciaram suas trajetórias de retomada ainda no ano de 2009 e encerraram o ano com valores positivos nos meses finais. Soma-se à isso o fato de que no primeiro trimestre de 2010, o PIB e o consumo atingiram as maiores taxas de crescimento registradas na série analisada e, apesar do início do ano com números consideravelmente elevados, as taxas apresentaram pequenas reduções, mas se mantiveram dentro dos níveis do período anterior à crise. É de extrema importância ressaltar que, apesar de ter apresentado uma queda nas suas taxas de crescimento, o consumo das famílias brasileiras não registrou valores negativos em nenhum mês ao longo da série estudada.

Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), no período de tempo avaliado a participação do consumo das famílias brasileiras no PIB era por volta de 60%, explicando tal semelhança. Cabe ressaltar ainda que, apesar da trajetória semelhante, o consumo familiar não apresentou valores negativos durante o período analisado como se verificou no caso do PIB, registrando 2,3% de crescimento como pior resultado no início de 2009. Assim, considerando a trajetória descrita por ambos agregados e a participação atribuída ao consumo no PIB, observamos que o consumo, apesar da sua queda durante a crise, foi responsável por amortecer a queda do PIB durante os meses mais críticos e auxiliá-lo em seu processo de recuperação a partir do terceiro trimestre de 2009.

### II.2.1.3 - Gastos do Governo (G)

A fonte de receita de um governo é a receita tributária líquida, resultante da subtração das transferências governamentais<sup>10</sup> da receita tributária bruta. É a partir da receita tributária líquida que um governo adquire bens e serviços, ou seja, financia os seus gastos com a atividade produtiva corrente<sup>11</sup>. Examinaremos agora a maneira como esse agregado se comportou com o desenrolar da crise entre o início de 2007 e o fim de 2010.

**Gráfico 9:** Taxa de crescimento dos Gastos do Governo (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

<sup>10</sup> Subsídios, juros da dívida pública e gastos com assistência e previdência social.

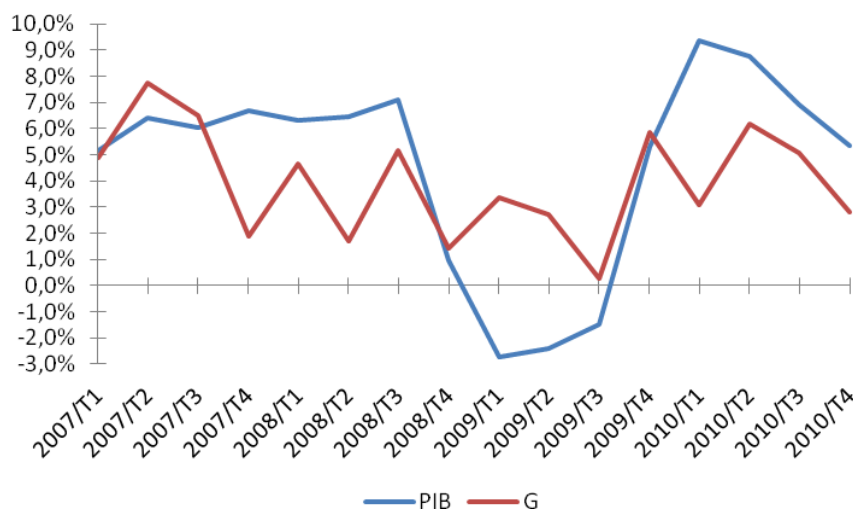
<sup>11</sup> Não podemos deixar de mencionar que um governo também pode se endividar para financiar os seus gastos.

De acordo com o gráfico 9, notamos que, assim como no caso do consumo, os gastos do governo também apresentaram taxas positivas de crescimento durante todo período analisado. Notamos que as taxas de crescimento variaram de maneira considerável, não admitindo o estabelecimento um padrão em sua conduta, de modo que em 2007 temos a maior taxa registrada no período estudado, 7,8% no segundo trimestre, e, ao mesmo tempo, uma das menores taxas de crescimento observadas, 1,9% nos últimos três meses do ano. Tal oscilação nas taxas de crescimento registradas trimestre a trimestre, nos permite caracterizar o agregado por um comportamento errático.

Em geral, os gastos governamentais são contra cíclicos, ou seja, visam atenuar os efeitos de um ciclo. Isso não se reflete com clareza no comportamento que o agregado demonstrou entre os anos de 2007 e 2010, pois, apesar da presença constante de picos e vales, durante os meses que podem ser considerados os mais críticos da crise, entre o quarto trimestre de 2008 e o fim do ano de 2009, o agregado apresentou as menores taxas de crescimento registradas no período examinado.

No último trimestre de 2008, enquanto vários agregados viram as suas taxas de crescimento despencar, os gastos ao invés de irem na direção contrária, também caíram, registrando apenas 1,4% de crescimento. Nos meses seguintes, enquanto alguns componentes registravam valores negativos, o gasto público, ao contrário do que se poderia esperar, também se manteve em um nível reduzido de incremento.

**Gráfico 10:** Taxas de crescimento do PIB e o do Gasto Público (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

Observando o gráfico 10 não é possível estabelecermos semelhanças no que se refere ao comportamento dos gastos públicos e o PIB entre 2007 e 2010. Assim como o PIB, os gastos governamentais também caíram no último trimestre de 2008 e apresentaram um ritmo de crescimento lento ao longo do ano seguinte, registrando a menor taxa de crescimento, na série avaliada, entre julho e setembro de 2009, de apenas 0,3%, enquanto o produto já iniciava a sua trajetória de recuperação. Vale ressaltar o fato de que de 2007 a 2010 as despesas públicas representaram por volta de 20% do PIB (IBGE).

Considerando a participação dos gastos públicos no PIB e o caráter anticíclico dos mesmos, concluímos que os gastos governamentais não colaboraram conforme o esperado na recuperação do PIB durante e após a crise. Isso decorre do fato de que eles não foram capazes de estimular a atividade econômica fazendo com que o PIB brasileiro retornasse a patamares positivos a partir dos primeiros sinais de desaceleração da economia. Por outro lado, verificou-se um aumento expressivo das transferências governamentais e programas de assistência, assim como desonerações fiscais, que combinados ao longo da crise obtiveram efeitos positivos na retomada do crescimento do PIB ainda em 2009 (Gentil & Araújo, 2010) e serão mais bem explicitados no próximo capítulo.

#### **II.2.1.4 - Investimento (I)**

Os investimentos são caracterizados pela aquisição de equipamentos, máquinas e edifícios, também conhecidos como Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF), e a acumulação de estoques<sup>12</sup> tanto pelo setor privado, como pelo setor público. Tais aquisições têm como objetivo aumentar a capacidade produtiva da economia em um certo período, o que, por sua vez, acaba elevando a oferta de bens no período seguinte.

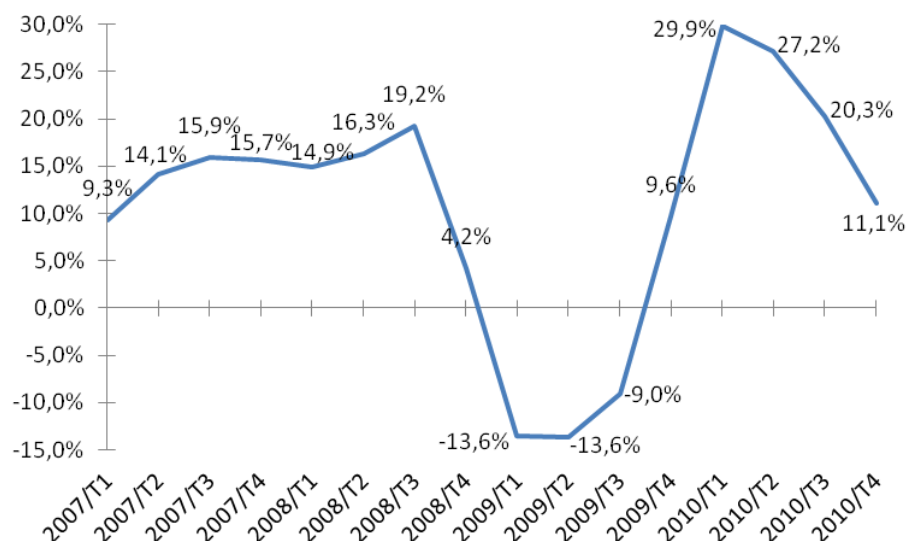
No momento da tomada de decisão de investir são considerados diversos fatores, entre eles, o retorno esperado e as expectativas de rendimento, vendas, ganhos, entre outros. Justamente pelo fato de as expectativas desempenharem um papel tão relevante nesse momento, inserindo a incerteza<sup>13</sup> nesse processo, que os investimentos são caracterizados pela alta volatilidade. Para tentarmos entender como esse agregado macroeconômico se comportou ao longo de 2007 até março de 2010, iremos estudá-lo na presente seção.

---

<sup>12</sup> Os estoques tratam de tudo que foi adquirido, mas não foi consumido em certo período.

<sup>13</sup> Vale lembrar que a ideia de que as expectativas dos agentes são uma variável chave na determinação do investimento está associada aos chamados pós-keynesianos fundamentalistas, como, por exemplo, o professor Paul Davidson.

**Gráfico 11:** Taxa de Crescimento da FBKF (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

A partir do gráfico 11, notamos que a taxa de crescimento<sup>14</sup> do investimento vinha apresentando taxas positivas e crescentes durante quase todo o período desde o início de 2007, mantendo-se assim até o terceiro trimestre de 2008, quando apresentou uma queda vertiginosa. No ano seguinte a variável registrou valores negativos por três trimestres consecutivos, sendo que em dois deles o crescimento se manteve estagnado.

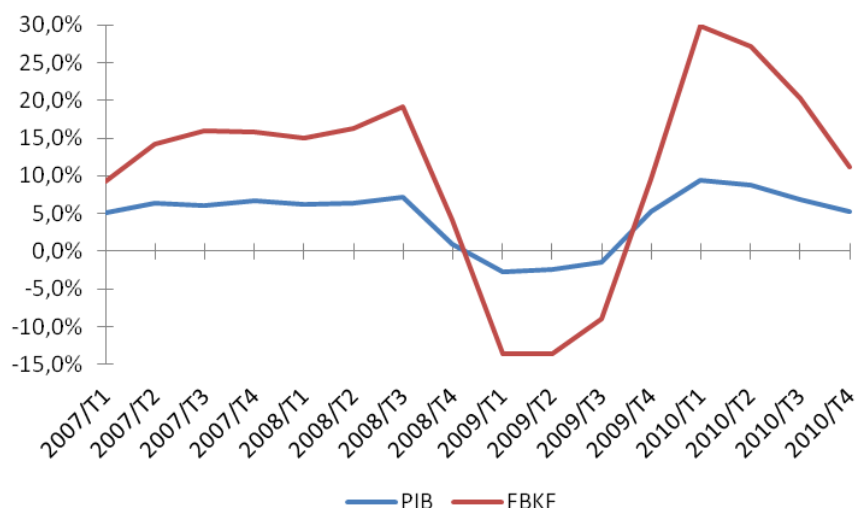
Como era de se esperar, a notícia da falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, e conseqüente agravamento da crise americana, gerou pânico nos mercados financeiros de maneira generalizada em todo mundo, impactando diretamente a variável investimento do PIB brasileiro. Por esse motivo, a partir do terceiro trimestre a taxa de crescimento apresentou uma queda abrupta, passando de 19,2% no terceiro trimestre de 2008, para 4,2% no trimestre seguinte, despencando ainda mais para -13,6% durante os seis primeiros meses de 2009, permanecendo negativa entre julho e setembro do mesmo ano com o valor de -9%. A variável voltou a apresentar números positivos somente no último trimestre de 2009, quando disparou e atingiu 9,6% de incremento no período.

O primeiro trimestre de 2010 foi iniciado com a maior taxa crescimento da série estudada de 29,9%, exatamente um ano após atingir os seus níveis mais baixos em virtude da crise. O crescimento do investimento se manteve acima dos 20% durante os três primeiros

<sup>14</sup> É de extrema importância manter em mente que as taxas de crescimento aqui descritas são sempre comparando um trimestre com mesmo trimestre do ano anterior.

trimestres do ano, mas apesar do marco dos três primeiros meses, a taxa desacelerou consideravelmente, terminando o ano com uma taxa de 11% no último trimestre.

**Gráfico 12:** Taxas de crescimento do PIB e do Investimento (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

Analisando o gráfico 12, notamos uma grande semelhança entre as trajetórias apresentadas pelo PIB e pelo investimento, apesar de operarem em patamares diferentes no que se refere ao crescimento trimestre a trimestre. Enquanto o PIB variou entre 5-10% entre janeiro de 2007 e setembro de 2008, o investimento oscilou entre 10-20% no mesmo período. Contudo, ambos os agregados sofreram um impacto significativo e imediato nas suas taxas de crescimento com o cenário pessimista que se formou após setembro de 2008 e registraram valores negativos ao longo do ano de 2009. Além disso, os dois agregados iniciaram as respectivas recuperações a partir do terceiro trimestre de 2009, atingindo os maiores níveis nos três primeiros meses do ano seguinte. Finalmente, o PIB e o investimento registraram desaceleração nos respectivos crescimentos ao longo de 2010.

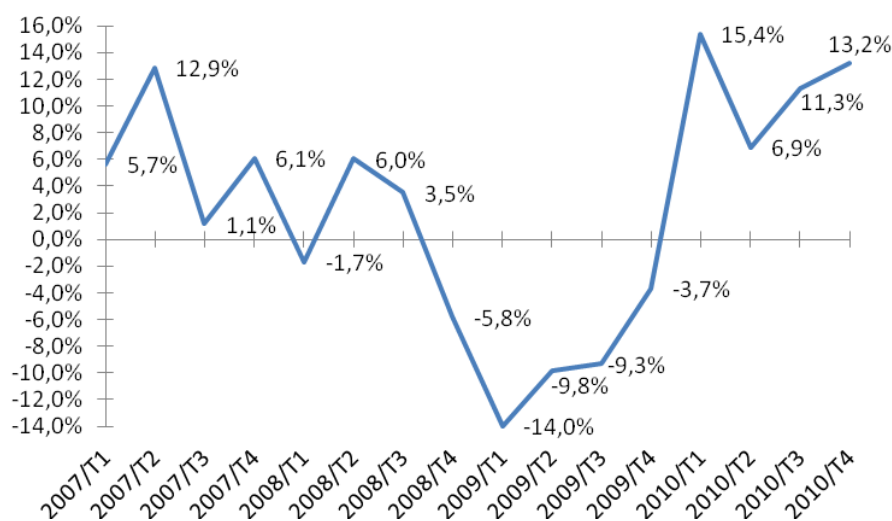
É importante destacar que, apesar da taxa de investimento ter representado entre 17% e 20% do PIB no período analisado, a redução no crescimento desse componente foi tão dramática que o comportamento do investimento exerceu forte influência na trajetória de crescimento do produto agregado. Da mesma maneira como a taxa de investimento caiu de maneira drástica, sua expressiva retomada no quarto trimestre de 2009, também repercutiu no comportamento do PIB.

### II.2.1.5 - Exportações (X) e Importações (M)

Iremos avaliar nesta seção o desempenho do último componente do PIB: as exportações líquidas. As exportações líquidas são o resultado da subtração entre as exportações e importações de bens e serviços. É importante destacar que optamos por tratar as exportações e importações de maneira separada.

As exportações consistem na venda de parte da produção de bens e serviços de um país ao exterior, constituindo uma fonte de demanda da produção interna. Por isso, as exportações consistem em um agregado que sofre influência direta do mercado externo, seja pelos preços praticados internacionalmente, pela taxa de câmbio e/ou pelo ritmo de crescimento da economia mundial. Analisaremos agora a maneira como esse agregado se comportou ao longo da crise e a maneira como reagiu aos estímulos dos agentes econômicos durante esse período.

**Gráfico 13:** Exportações (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

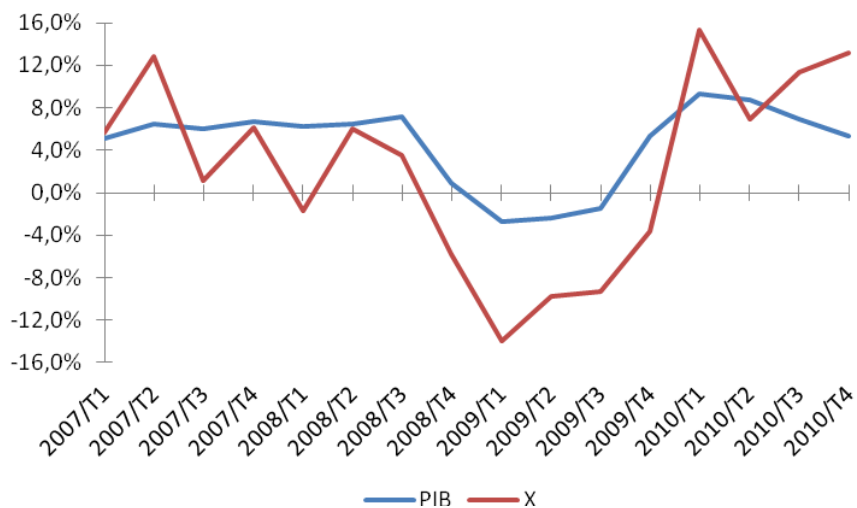
Examinando o gráfico 13, notamos que as exportações apresentavam desde 2007, de maneira geral, taxas positivas de crescimento trimestre a trimestre, exceto pelo dado específico referente ao primeiro trimestre de 2008. Com o desenrolar a crise no mercado financeiro, os primeiros efeitos sobre as exportações brasileiras já se fizeram sentir nos últimos três meses de 2008, quando se registrou uma taxa de crescimento negativa de 5,8%.



O ano de 2009 pode ser considerado o pior ano para as exportações brasileiras no período avaliado, uma vez que em todos os trimestres as taxas de crescimento foram negativas. Os primeiros meses desse ano foram marcados pelo pior desempenho, já que se comparado ao mesmo trimestre do ano anterior, o crescimento foi 14% menor. A partir do segundo trimestre, as taxas permaneceram negativas, mas iniciaram um processo de retomada do crescimento. Podemos notar que, ao longo do ano, apesar dos valores ainda negativos, ocorreram melhoras a cada trimestre, com o último registro de 2009 de -3,7%. O ano seguinte foi iniciado com uma taxa positiva de 15,4% já no primeiro trimestre, o maior valor registrado durante os meses analisados.

Porém, apesar do impressionante valor alcançado nos primeiros meses de 2010, ocorreu uma desaceleração considerável do crescimento das exportações, o que reduziu a taxa para 6,9% no segundo semestre. Em contrapartida, a mesma se recuperou atingindo 11,3% e 13,2% no terceiro e quarto trimestres, respectivamente.

**Gráfico 14:** Taxas de crescimento do PIB e das Exportações (2007.1 – 2010.4)



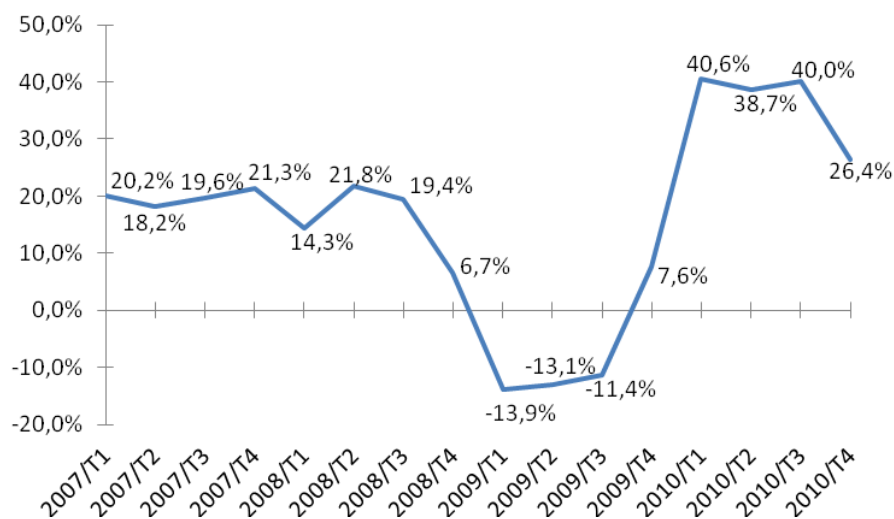
Fonte: IBGE; elaboração própria.

Avaliando o gráfico 14, fica evidente a dificuldade em estabelecer um padrão de comportamento das exportações brasileiras entre 2007 e 2010, bem como comparar com a trajetória traçada pelo PIB no mesmo período. O único movimento comum aos dois agregados se verificou na queda das taxas de crescimento após o agravamento da crise e também na retomada, ainda que com um padrão menos claro que, por exemplo, o apresentado pelo investimento.

As exportações apresentaram taxas negativas a partir do último trimestre do ano de 2008 e se mantiveram assim durante todo o ano de 2009, apesar da melhora apresentada trimestre após trimestre, enquanto o PIB registrou valores negativos somente durante os três primeiros trimestres de 2009 e já voltou a apresentar valores positivos no mesmo ano. De acordo com dados do IBGE, as exportações representaram entre 11% e 13% do PIB nos anos estudados, o que pode ser um dos motivos pelos quais a identificação de semelhanças nos padrões de comportamento de tais agregados macroeconômicos se torna mais difícil.

As importações, ao contrário das exportações, correspondem à aquisição de parte da produção de bens e serviços de outros países. Dessa maneira, o comportamento desse agregado sofre influência do nível de atividade da economia local e também das taxas de câmbio, as quais podem tornar os produtos importados mais ou menos atraentes aos consumidores locais. Assim como fizemos com os outros agregados, estudaremos agora como as importações Brasileiras se comportaram ao longo do período de 2007 e 2010.

**Gráfico 15:** Importações (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

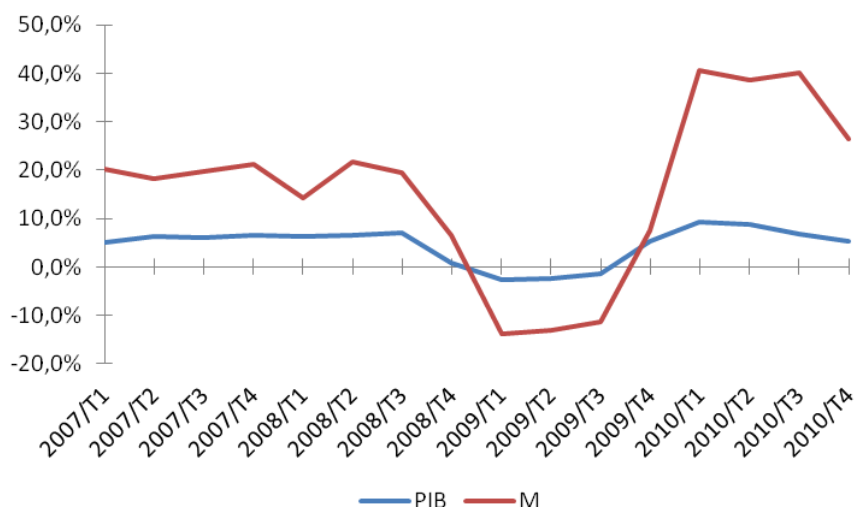
Analisando o gráfico 15, observamos que as importações sentiram os efeitos da crise a partir do primeiro trimestre de 2009, quando registraram pela primeira vez no período examinado, uma taxa de crescimento negativa<sup>15</sup>. Nos dois trimestres seguintes, as taxas ainda eram negativas, porém, já davam os pequenos sinais de recuperação. Tal recuperação das

<sup>15</sup> Cabe ressaltar que, devido ao fato de na identidade macroeconômica as importações serem precedidas pelo sinal negativo, uma queda nas importações favorece os resultados do PIB, analogamente, um aumento das importações representa uma piora nos números do PIB.

importações é verificada nos últimos três meses do ano quando a taxa retorna ao patamar positivo. Já no primeiro trimestre de 2010, a taxa de crescimento disparou chegando a 40,6%.

Durante boa parte do ano de 2010 a taxa de crescimento se manteve próxima ao patamar de 40% ao trimestre, apenas com o último trimestre registrando certa desaceleração, quando registrou 26,4%. Apesar de tal desaceleração, a taxa se manteve acima dos valores registrados quando comparamos com o ano de 2007 e início de 2008, quando as importações cresciam a elevadas taxas e de maneira consideravelmente estável, oscilando entre 18% e 20% ao trimestre – exceto pelo primeiro trimestre de 2008, que apesar de ser caracterizado por uma taxa menor, não pode ser considerado um trimestre de baixo crescimento.

**Gráfico 16:** Taxas de crescimento do PIB e das Importações (2007.1 – 2010.4)



Fonte: IBGE; elaboração própria.

Estudando o gráfico 16 encontramos algumas semelhanças entre o desempenho do produto agregado e das importações de 2007 a 2010. A primeira semelhança reside no fato de que os dois agregados apresentavam um crescimento relativamente estável e com taxas de incremento trimestrais consideravelmente altas. Além disso, os efeitos do agravamento da crise só se fizeram sentir a partir de janeiro de 2009 quando ambos registram valores negativos pela primeira vez na série avaliada e não se estendeu além de três trimestres consecutivos. Soma-se ao fato de que foi no período entre janeiro e março de 2010 que o produto e as importações registraram as maiores taxas de crescimento até então, na série avaliada, e apresentaram uma leve desaceleração ao longo do ano, indicando forte caráter pró-cíclico das importações no período de expansão, entre o final de 2009 e começo de 2010.

Assim como as exportações, o peso das importações no produto agregado entre os anos de 2007 e 2010 variou entre 11% e 14%. Entretanto, nota-se que a recuperação das importações foi mais rápida se comparada à recuperação das exportações, uma vez que a crise afetou o desempenho das importações durante três trimestres e no caso das exportações se prolongou por cinco trimestres, com taxas mais negativas. Este quadro se deve ao fato de a economia brasileira ter se recuperado mais rapidamente do que as demais, uma vez que as exportações dependem da demanda externa, enquanto as importações dependem da demanda interna.

### **II.3 - Conclusões parciais**

O anúncio da falência do banco Lehman Brothers em setembro de 2008, elevou a crise que até então estava restrita ao mercado hipotecário norte-americano à uma das maiores crises da história econômica recente. Diante de tal cenário, os sentimentos de pânico e o temor por uma possível *onda de defaults* contaminaram os mercados financeiros ao redor do mundo, fazendo com que a liquidez internacional rapidamente se contraísse juntamente com o nível de atividade econômica global. Diante desse cenário, o Brasil se recuperou rapidamente se comparado às economias consideradas desenvolvidas.

Com o objetivo de entender e nos aprofundarmos acerca dos impactos da crise financeira de 2008 na economia brasileira, no presente capítulo estudamos o comportamento do PIB e seus componentes, sob a ótica da demanda, entre janeiro de 2007 e dezembro de 2010. Para tal, o capítulo foi iniciado com uma seção expondo brevemente o regime macroeconômico que rege a economia brasileira atualmente e conta com três pilares, a saber: câmbio flutuante, regime de metas de superávit primário e regime de metas de inflação.

Na seção seguinte, o PIB e os seus componentes – consumo das famílias, gastos do governo, investimento e exportações líquidas – foram examinados de maneira mais profunda. Para tal, foram construídos gráficos com as taxas de crescimento de cada componente do PIB, assim como o próprio produto. A partir da análise dos gráficos, notamos que o consumo das famílias e os gastos do governo, junto com a queda das importações, pressionaram o PIB *para cima*, enquanto o investimento<sup>16</sup> e as exportações exerceram uma força na direção contrária.

---

<sup>16</sup> Devemos ter em mente que o termo Investimento no presente trabalho se trata apenas da Formação Bruta de Capital Fixo.

Além disso, observamos também que o consumo das famílias e o investimento foram as variáveis com os impactos mais proeminentes na trajetória do PIB entre 2007 e 2010. Conforme destacamos, o consumo ajudou a evitar uma queda ainda maior do PIB durante o período mais dramático da crise e contribuiu com o processo de recuperação do produto iniciado no terceiro trimestre de 2009. Por outro lado, o Investimento, devido à sua participação no PIB e pelo tamanho da sua desaceleração, é a variável chave para compreendermos os impactos da crise no produto brasileiro. Já sublinhamos anteriormente que a queda vertiginosa desse agregado pressionou o PIB de maneira negativa e durante os três trimestres consecutivos em que o investimento apresentou taxas de crescimento negativas, o mesmo se verificou com o PIB. É importante destacarmos que a economia brasileira só voltou a registrar taxas de crescimento positivas, quando o mesmo se verificou também na taxa de incremento do investimento.

Em relação aos gastos do governo, a partir da análise do comportamento do G e considerando o caráter anticíclico usualmente atribuído aos gastos públicos, notamos que tal componente não colaborou conforme o esperado durante os meses em que o PIB registrava taxas de crescimento negativo. Porém, conforme é destacado em Gentil & Araújo (2010), durante o mesmo período houve um crescimento das transferências do governo que resultaram em efeitos positivos na economia e serão explicados mais profundamente no próximo capítulo. No que tange às exportações, observamos que esse agregado apresentou uma recuperação mais lenta e pouca contribuição na retomada do crescimento da economia brasileira, uma vez que durante todo o ano de 2009 apresentou taxas negativas de crescimento. Já em relação às importações, notamos um forte caráter pró-cíclico e o fato de terem se recuperado mais rápido que as exportações resulta do fato de que as importações dependem da demanda interna, enquanto as exportações dependem da demanda externa, a qual estava debilitada devido à crise.

Finalmente, a trajetória descrita pelo PIB no período analisado, apresentou o formato de “V”, uma vez que foi caracterizada por uma queda acentuada nas taxas de crescimento, seguida por uma recuperação rápida. Da mesma maneira, podemos afirmar que tal formato de curva também se verificou no investimento, exportações e importações entre 2007 e 2010, apesar da recuperação das exportações ter sido mais lenta.

### **Capítulo III – Caso brasileiro: uma interpretação**

No capítulo anterior, analisamos o comportamento do PIB e seus componentes entre 2007 e 2010, examinando as taxas de crescimento de cada um deles e a maneira como influenciaram o produto brasileiro durante esse período. Abordaremos agora os impactos das políticas governamentais colocadas em prática na trajetória de recuperação do produto e seus componentes procurando entender de que maneira elas contribuíram para o desempenho descrito no capítulo anterior. O capítulo está dividido em duas seções: na primeira serão abordados os impactos das políticas monetária e fiscal na recuperação do PIB e seus agregados; na última seção serão expostas as considerações parciais do capítulo.

#### **III.1 - As razões da recuperação**

Abordamos brevemente no primeiro capítulo as medidas colocadas em prática desde a eclosão da crise em diversos países. Examinaremos agora de maneira mais profunda aquelas adotadas pelo governo brasileiro. De acordo com Gentil & Araújo (2010:7), as ações governamentais brasileiras executadas entre fins 2008 e 2010 podem ser divididas em quatro grupos: medidas de recuperação do nível de liquidez; medidas para manter a segurança do setor bancário; medidas de estímulo fiscal e, finalmente, aquelas para conter a crise cambial.

Podemos destacar as modificações nas regras do compulsório pertencendo aos dois primeiros grupos, uma vez que atendia a dois objetivos: estimular o crédito e manter a solidez do setor bancário. O estímulo à concessão do crédito por parte dos bancos privados às famílias, empresas e outros bancos era de extrema importância no cenário que se seguiu à notícia da falência do Lehman Brothers, caracterizado pelo empocamento de liquidez, onde as instituições, com maior aversão ao risco, preferiam manter recursos em caixa. Para manter a estabilidade do setor bancário, o governo permitiu que uma parte das reservas disponibilizada a partir da flexibilização das regras do compulsório fosse utilizada para a aquisição de instituições financeiras de pequeno e médio porte em dificuldades, o que se estendeu também aos bancos públicos Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco do Brasil (BB). Enquanto a mudança nas regras do compulsório não surtia efeito sobre o “desempocamento” da liquidez na economia, os bancos públicos – CEF, BB e Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – tentaram estimular as instituições financeiras de modo a elevar a liquidez da economia.

No que se refere às medidas de estímulo fiscal temos as desonerações fiscais, através da redução do Imposto sobre Produto Industrializado (IPI), assim como diminuição no

Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e o cálculo de novas alíquotas do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF). Além disso, o governo manteve o gasto público, de modo que se viu obrigado a reduzir a meta do superávit primário no ano de 2009 para 2,5%.

Finalmente, no que tange o grupo de medidas para conter a crise cambial, temos as medidas classificadas como intervenção *soft* no primeiro capítulo do presente trabalho, como as operações de venda de dólares no mercado à vista, bem como através de leilões com compromisso de recompra (Gentil & Araújo, 2010: 8). Adicionalmente, o acúmulo de reservas internacionais foi crucial no enfrentamento da crise, possibilitando a adoção de medidas expansivas e reduzindo a fragilidade externa, o que, por sua vez foi responsável por evitar um choque perverso (Gentil & Araújo, 2012: 14).

No capítulo anterior, notamos que o PIB brasileiro sofreu os primeiros impactos da crise financeira internacional no semestre seguinte ao anúncio da falência do Lehman Brothers e, entre janeiro e setembro de 2009, apresentou taxas de crescimento negativas. Observamos também que os componentes que exerceram maior influência sobre o comportamento do produto foram o consumo das famílias e o investimento<sup>17</sup>. Enquanto o consumo ajudou a evitar uma queda ainda maior do crescimento do PIB e auxiliou no processo de retomada do crescimento, o investimento<sup>18</sup> pressionou o PIB de maneira negativa durante os meses em que obteve um crescimento negativo. Adicionalmente, o PIB só voltou a registrar valores positivos na sua taxa de incremento quando o investimento também o fez. Dito isso, podemos destacar outros dois fatores importantes na retomada do nível de atividade econômica brasileira, iniciada a partir do terceiro trimestre de 2009: a demanda externa e o aumento da liquidez, tanto no mercado local, como no internacional.

Se por um lado o mercado internacional registrou uma queda considerável nos níveis de atividade e de liquidez após o episódio que agravou a crise, no segundo trimestre de 2009, a economia mundial já dava os primeiros sinais da recuperação do seu crescimento, liderada pela Ásia – em especial a China, Japão e Índia – e intensificada a partir do trimestre seguinte, quando diversas economias dos países considerados desenvolvidos também registraram taxas positivas de crescimento do PIB, como Alemanha, Itália e Estados Unidos. Soma-se a isso o fato de que a partir de abril de 2009, as importações asiáticas retomaram a trajetória ascendente de crescimento das importações, atingindo um crescimento de 14,68% no trimestre apresentando um desempenho semelhante ao verificado no período anterior à crise,

---

<sup>17</sup> Lembrando que o investimento como componente do PIB se trata apenas da Formação Bruta de Capital Fixo.

<sup>18</sup> Devido ao tamanho da sua queda e participação no produto.

no mesmo período a economia mundial registrou uma taxa de incremento das suas importações na ordem de 5,62% e no trimestre seguinte alcançou o valor de 10,75% (Gentil & Araújo, 2010: 16-18).

Em relação ao aumento da liquidez, ela ocorreu de duas maneiras: a partir do mercado internacional e na economia local. O aumento da liquidez proveniente do mercado internacional foi resultado da rapidez e extensão das medidas expansionistas praticada pelos governos dos países ditos centrais, que acabou dando origem a uma sobra de recursos em tais países, somada à melhora do risco atribuído aos títulos dos países classificados como emergentes, medido pelo EMBI+, que fizeram com que uma quantidade considerável que de recursos que *sobrava* nas economias *desenvolvidas* fosse em direção as economias *emergentes* (Gentil & Araújo, 2010:19).

No mercado local, não podemos deixar de mencionar a importância dos bancos públicos no aumento da liquidez disponível. Enquanto os bancos privados que operavam no mercado brasileiro preferiam utilizar os recursos disponibilizados pelas mudanças nas regras do compulsório para cancelar posições devedoras junto à autoridade monetária, aumentar seus caixas e/ou investir em títulos públicos, dadas as altas taxas de retorno e o baixo risco atribuído, os bancos públicos foram responsáveis pela concessão de linhas de crédito junto as famílias e empresas, injetando recursos na economia, evitando uma contração ainda mais séria do crédito e uma possível crise bancária brasileira após a quebra do banco americano (Serrano & Summa, 2011:20). De modo que alguns autores recomendam que, em momentos de crise, a concessão de crédito diretamente ao setor privado produtivo, através de bancos públicos como BNDES, se trata de uma alternativa desejável em comparação as medidas que elevam a liquidez do mercado financeiro (Agis, 2010: 18).

Nas cinco seções a seguir estudaremos de maneira mais profunda as políticas responsáveis pela recuperação dos componentes do PIB após a eclosão da crise de 2008 e se houve algum fator externo à tais políticas que também possa ter auxiliado em tal processo de retomada do nível de atividade.

### **III.1.1 - Consumo das Famílias**

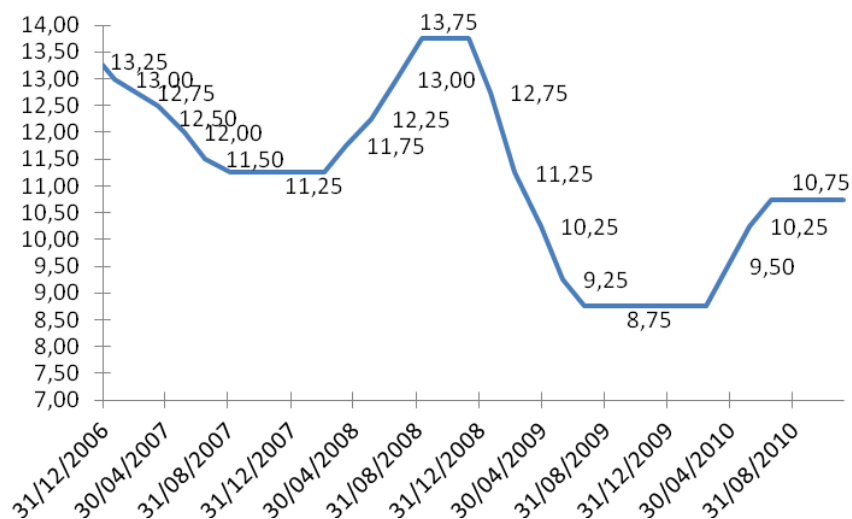
No segundo capítulo do presente trabalho, analisamos a trajetória do consumo das famílias brasileiras no período compreendido entre os anos de 2007 e 2010. A partir de tal



exame, notamos que esse agregado vinha crescendo a taxas relativamente elevadas até o quarto semestre de 2008, quando demonstrou sofrer os primeiros impactos da crise internacional agravada pelo acontecimento em setembro do mesmo ano. Durante dois trimestres esse componente do produto registrou taxas de crescimento decrescentes, quadro que se reverteu já no segundo trimestre de 2009, quando o consumo apresentou uma trajetória ascendente nas suas taxas de crescimento trimestre a trimestre. Devemos manter em mente que, apesar de ter enfrentado uma desaceleração preocupante nas suas taxas de incremento, o consumo familiar brasileiro não registrou valores negativos. Nesta seção, abordaremos quais os fatores que levaram à queda nas taxas de crescimento e os motivos pelos quais um ano após registrar o seu valor mais baixo, o consumo alcançou a maior taxa de incremento na série estudada.

Em relação à queda nas taxas de crescimento apresentada pelo consumo entre o fim de 2008 e início de 2009 podemos atribuir à contração do crédito resultante da política de juros colocada em prática pelo Banco Central combinada com a notícia da falência do Lehman Brothers. Conforme explicamos anteriormente, o governo brasileiro ao adotar o regime de inflação, passa a contar com a taxa básica de juros (SELIC) como instrumento de política monetária. Dito isso, ao analisarmos a trajetória da SELIC no gráfico abaixo, notamos que a autoridade monetária realizou consecutivos aumentos na taxa de juros desde o início do ano de 2008, sob a justificativa do BC de evitar que a alta nos preços dos alimentos verificada no mercado internacional pudesse contaminar os níveis de preços no mercado brasileiro, controlando o ritmo da atividade econômica através do canal do crédito (Gentil & Araújo, 2010:8).

**Gráfico 17:** Taxa básica de juros (SELIC) determinada pelas reuniões do COPM entre 2007 e 2010



Fonte: BCB. Elaboração própria.

De acordo com o gráfico 17, SELIC, fixada em janeiro de 2008 a 11,25% a.a., atingiu 13,75% a.a. em setembro de 2008, mesmo mês em que o banco Lehman Brothers se declarou insolvente. Com a notícia da falência do banco americano Lehman Brothers em setembro de 2008, a crise, que vinha se desenrolando desde o ano anterior, e parecia estar restrita ao setor hipotecário norte americano, passou a ser classificada como crise financeira, levando pânico aos mercados em todo o mundo. Considerando esse cenário, os bancos, de maneira geral, aumentaram a aversão ao risco e reduziram o crédito, o que acabou por reduzir o consumo das famílias já no terceiro trimestre de 2008, só sendo revertido a partir do segundo trimestre do ano seguinte. Cabe ressaltar que conforme salientado por Gentil & Araújo (2010), os sucessivos aumentos na taxa básica de juros desde 2008 por si só já desempenhariam uma força contracionista considerável no que tange a atividade econômica entre o fim de 2008 e início de 2009. Dessa maneira, tal medida do BC junto ao COPOM teria efeitos recessivos sobre a economia brasileira e o consumo das famílias independente da eclosão da crise americana.

No que diz respeito à trajetória ascendente das taxas de crescimento do agregado a partir do abril de 2009, temos os seguintes fatores: os bancos públicos aumentando o crédito disponível na economia; os cortes na taxa SELIC; programas de transferência e assistência social; aumento real do salário mínimo e, finalmente, as desonerações fiscais. Conforme citamos na seção anterior, a presença de bancos públicos na foi de extrema importância

durante os meses mais dramáticos da crise, pois em um ambiente onde os bancos privados optaram por reduzir os empréstimos às famílias, os bancos públicos iniciaram suas campanhas de concessão de linhas de crédito com financiando o consumo e, posteriormente, à habitação (Serrano & Summa, 2011:20).

Temos como desoneração fiscal a redução do Imposto sobre Produto Industrializado (IPI), iniciada ainda em 2008 no setor automobilístico e estendida aos setores de eletrodomésticos de linha branca, material de construção civil e moveleiro no final do ano de 2009. Apesar de o recolhimento de impostos ter sido menor devido à reduzida incidência do IPI, estima-se que a queda de tal tributo, e os consequentes cortes nos preços dos produtos, fez com que a demanda se aquecesse novamente<sup>19</sup>. De acordo com Agis (2011), podemos destacar ainda as mudanças nas alíquotas do Imposto de Renda Pessoa Física, que tinham como objetivo aumentar a progressividade desse imposto sem alterar os valores pagos pelos contribuintes, o que beneficiou principalmente os indivíduos da classe média.

Soma-se às medidas fiscais com caráter expansivo a elevação do salário real e o seu efeito expansivo sobre os salários do setor público, as transferências de previdência social e seguro-desemprego (Serrano & Summa, 2011:21). O aumento no salário mínimo real estabeleceu um piso para o nível de receitas do setor assalariado brasileiro, o qual não foi corroído pela crise, contribuiu para a melhora na distribuição dos ingressos do setor assalariado e garantiu que as melhoras nos setores mais produtivos se transportassem até os setores nos quais os trabalhadores mais necessitavam (Agis, 2010:12). Finalmente, foi lançado o programa “Minha casa, minha vida” cujo objetivo era reduzir o déficit habitacional no país com a construção de um milhão de moradias populares e acabou incentivando também o setor de construção civil, que contava com preços mais baixos resultantes dos cortes no IPI, conforme destacado por Agis (2010).

### **III.1.2 - Gastos do Governo**

Com o decorrer da crise, o governo brasileiro lançou mão de muitas medidas com o objetivo de manter a atividade econômica aquecida em diversas frentes, algumas das quais já abordamos, e que impactaram também nos gastos e receitas do governo. Dentre as quais temos as desonerações fiscais e os gastos públicos com transferências e assistências.

---

<sup>19</sup> Para mais informações sobre o impacto da redução do IPI no setor automobilístico, consultar: IPEA(2009).

Após a redução do IPI, o governo viu uma das suas maiores fontes de receita diminuir, uma vez que o menor recolhimento de impostos impactou diretamente na fonte de receita do governo, reduzindo-a<sup>20</sup>. Considerando o cenário de crise, não faria sentido o governo cortar gastos e reduzindo ainda mais a liquidez, de modo que as metas de superávit primário para o ano de 2009, foram revisadas e reduzidas.

Em contrapartida, de acordo com a literatura de Agis (2010), as medidas que resultaram no aumento dos dispêndios com transferências de assistência, principalmente aquelas que beneficiavam as famílias de baixa renda, previdência social e seguro-desemprego foram responsáveis por evitar que a queda no consumo privado durante a crise fosse ainda maior e pela diminuição dos níveis de pobreza e desconcentração de renda desde 2003.

Soma-se a tais medidas, a reestruturação das carreiras do setor público iniciada em 2007, após acordos com as centrais sindicais. O objetivo de tal mudança era aumentar o número de empregos públicos em setores-chave para as atividades governamentais, bem como elevar os salários, de modo a atrair profissionais qualificados para o setor público, e diminuir a terceirização desse tipo de atividades pelo governo (Agis, 2010:13).

Conforme explicitamos no capítulo anterior, a partir da análise do comportamento do G, o qual se demonstrou errático, e considerando o caráter anticíclico usualmente atribuído aos gastos públicos, concluímos que tal componente não colaborou conforme o esperado durante os meses em que o PIB registrava taxas de crescimento negativo. De modo que, aparentemente, a contribuição governamental para a recuperação da atividade econômica, no que tange os seus gastos, se deu majoritariamente através das transferências governamentais, ao invés do gasto público em si.

### **III.1.3 - Investimento**

O investimento deu os primeiros sinais de desaceleração nos meses que se seguiram à divulgação da notícia da quebra do Lehman Brothers, desaceleração essa resultante da combinação da queda drástica da liquidez no mercado internacional e da conduta do Banco Central brasileiro, o qual vinha aumentando periodicamente a taxa básica de juros desde o início do mesmo ano.

---

<sup>20</sup> Apesar de alguns autores demonstrarem que a redução nos preços provocada pela queda do IPI fez com que o consumo fosse estimulado, conforme abordamos na seção anterior.

Conforme ressaltamos anteriormente, a prática do BC por si só reproduziria um efeito contracionista na atividade econômica brasileira de maneira geral e, principalmente, no investimento<sup>21</sup>. Porém, tais medidas agrupadas, foram responsáveis pela queda preocupante das taxas de crescimento apresentadas pelo componente a partir do quarto trimestre de 2008, conforme exposto no gráfico 10 no capítulo anterior. O fato de que a mudança na trajetória da SELIC se deu apenas na reunião de janeiro de 2009, três meses após a eclosão da crise, somado à demora na revisão e redução da meta do superávit primário – ocorrida apenas em março de 2009 enquanto países ditos desenvolvidos aceitaram apresentar déficits –, acabaram atuando na direção contrária das políticas expansionistas do governo, exercendo uma forte influência sobre a desaceleração nas taxas de crescimento do investimento, de modo que fosse tão profunda e se estendesse durante três trimestres consecutivos.

Se a demora em reduzir a meta do superávit primário e a controversa trajetória que a taxa básica de juros apresentou durante todo o ano de 2008 contribuíram para a queda vertiginosa das taxas de crescimento do investimento no fim de 2008 e início de 2009 (Gentil & Araújo, 2010), os cortes seguidos na SELIC e a mudança na política fiscal brasileira colaboraram para a recuperação forte e rápida do investimento ao longo de 2009. As reduções na SELIC, iniciadas a partir de janeiro de 2009 e culminaram na menor taxa básica já registrada na história econômica brasileira, até então, de 8,75% em julho do mesmo ano, a qual foi mantida até o início do ano seguinte, desempenharam um papel importante na recuperação da atividade econômica e dos níveis de investimento no Brasil.

Além disso, conforme os autores Serrano e Summa (2011: 19-21), ao longo dos anos 2000, o governo se comprometeu em perseguir elevadas metas de superávit primário, o que só foi revertido com a crise em 2007, o que permitiu uma recuperação modesta recuperação do investimento do governo federal e das empresas estatais, principalmente a Petrobrás, após o ano de 2007. A recuperação do investimento público se verificou através do aumento da participação do investimento público no PIB, especialmente no ano de 2009 quando se registrou 4,38% (Gobetti, 2010), alcançando o seu maior valor até então, entretanto, apesar de ter alcançado a maior participação no produto nos últimos quinze anos, os investimentos federais se mantiveram congelados entre dezembro de 2008 e março de 2009, período crítico no que diz respeito às taxas de crescimento do PIB e seus agregados, de acordo com Gentil & Araújo (2010).

---

<sup>21</sup> Devemos ter mente que o investimento se trata de um componente do PIB que, por definição, é mais volátil, apresentando maior sensibilidade em mudanças que envolvem a taxa básica de juros.

Podemos destacar ainda o ambicioso plano de investimentos públicos, denominado Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), cujo objetivo principal era melhorar a qualidade da infraestrutura brasileira a partir de 2007. O PAC incluía ainda uma série de reduções a favor do setor industrial, estabelecendo um piso de demanda para a economia como um todo e melhorando a rentabilidade do setor privado (Agis, 2010:13).

Não podemos deixar de mencionar a importância do retorno do fluxo de capital estrangeiro ao Brasil, o qual foi resultado das políticas nos países centrais, que levaram à uma *sobra de liquidez*, em conjunto com a melhora no risco atribuído ao título EMBI+, como fatores importantes no processo de retomada do crescimento do PIB e investimento. . Finalmente, o crédito concedido pelos bancos públicos diretamente ao setor produtivo, desempenhou um papel importante também na retomada do crescimento do investimento, em um momento em que as instituições privadas reduziram as suas linhas, o que evitou uma contração ainda mais grave na disponibilidade de liquidez enfrentada pelos agentes ao longo da crise.

### **III.1.4 - Exportações e Importações**

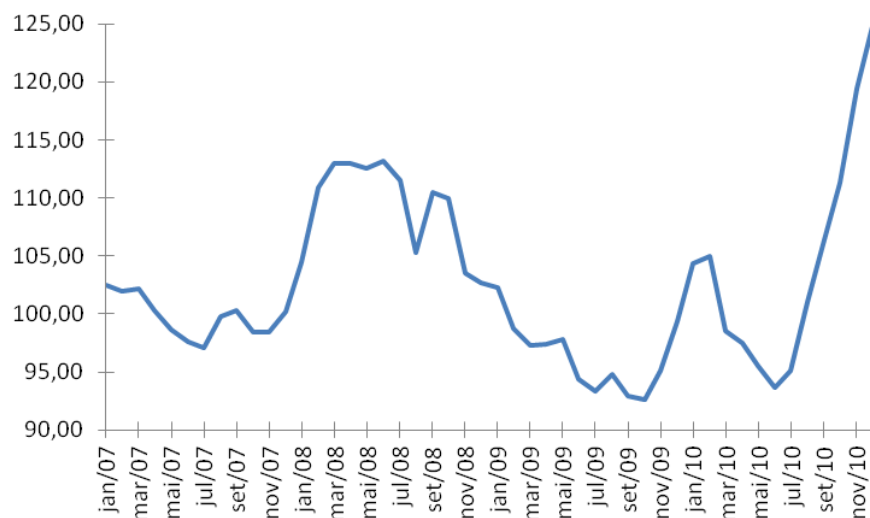
Por se tratar da aquisição da produção local pelo resto do mundo, as exportações são influenciadas pelo diretamente pelo mercado externo, seja através dos preços praticados internacionalmente e/ou do ritmo de crescimento da economia mundial. Examinando o comportamento apresentado pelas exportações brasileiras ao longo do período compreendido entre 2007 e 2010 no capítulo anterior, ficou claro o impacto direto e negativo da restrição de liquidez no mercado internacional sobre a venda dos produtos brasileiros no exterior; uma vez que em outubro de 2008, o preço das commodities<sup>22</sup> iniciou uma trajetória de queda que só foi revertida em novembro de 2009, de acordo com o gráfico a seguir. Como as *commodities* têm um peso importante na pauta de exportações brasileira<sup>23</sup>, o desempenho das exportações do país foi severamente afetado por esse quadro.

---

<sup>22</sup> Para tal análise fizemos uso do Índice de Commodities Brasil (IC – Br).

<sup>23</sup> De acordo com os dados do relatório anual da CEPAL de 2011, desde 2004 a participação dos produtos primários sobre o total das exportações brasileiras vem apresentando uma trajetória ascendente. Os produtos primários, que em 2004 representavam 47%, passaram a responder por 63,6% do total das exportações brasileiras. Enquanto as exportações de bens manufaturados caíram de 53%, para apenas 36,4% do total no mesmo período.

**Gráfico 18:** Desempenho do índice de Commodities Brasil – IC-Br

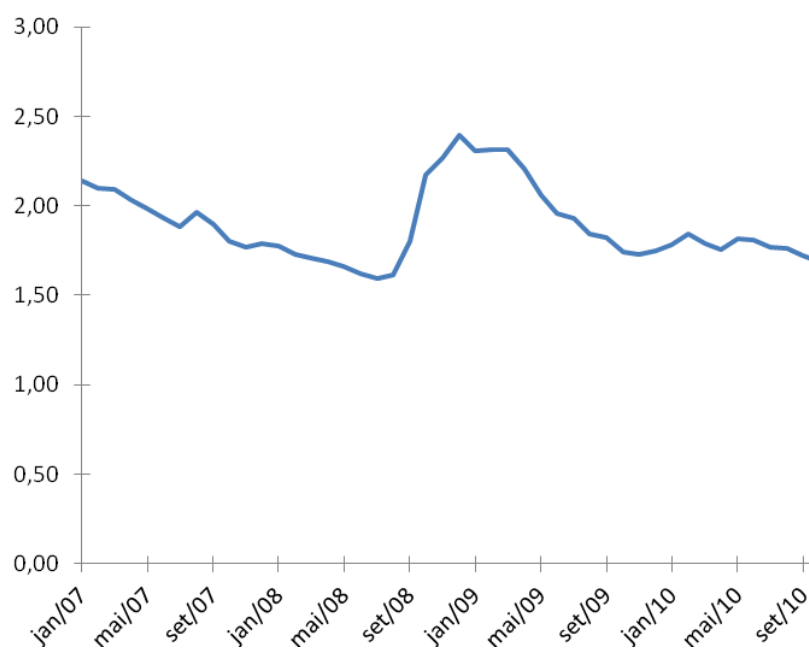


Fonte: IBGE; elaboração própria.

As importações, por sua vez, se tratam da aquisição de parte da produção de bens e serviços de outros países. Dessa maneira, o comportamento desse agregado sofre influência do nível de atividade da economia local e também das taxas de câmbio, as quais podem tornar os produtos importados mais ou menos atraentes aos consumidores locais. Se comparadas ao desempenho das exportações entre 2007 e 2010, notas que apresentaram uma recuperação mais rápida do que as exportações. Um dos motivos reside nas políticas de estímulo ao consumo implementadas pelo governo brasileiro, o que fez com que a demanda interna fosse capaz de consumir a produção local e ainda demandar a produção realizada em outros países. Além disso, a redução dos níveis de atividade nas economias centrais foi mais profunda do que a verificada no mercado brasileiro, o que acabou por reduzir de maneira geral a demanda do mercado externo.

Conforme mencionamos, tanto nas importações, quanto nas exportações, há uma influência considerável da taxa de câmbio. Observaremos no gráfico a seguir que a partir da eclosão da crise, a taxa de câmbio disparou, depreciando o real (R\$) frente ao dólar americano (US\$). Considerando tudo mais constante, o efeito esperado seria o aumento das exportações – as quais ficam com os preços mais baixos e competitivos no mercado internacional – e queda das importações – uma vez que o produto importado se torna mais caro no mercado local. Entretanto, não foi esse o resultado verificado.

**Gráfico 19:** Taxa de câmbio - R\$ / US\$ (2007 – 2010)



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Nota: Foi utilizada a taxa comercial de venda – média mensal.

Avaliando o gráfico 19, observamos que a taxa de câmbio R\$/US\$ média disparou no ano de 2008, alcançando a cotação média de R\$/US\$ 2,39 no mês de dezembro, enquanto ano foi iniciado com cotação média oscilava entre R\$/US\$ 1,70 e R\$/US\$ 1,80. No início do ano seguinte, a taxa se manteve depreciada, com o valor médio mais alto registrado de R\$/US\$2,31, durante os três primeiros meses. Porém, aos poucos, a cotação média foi se apreciando ao longo de 2009, encerrando o ano por volta mais uma vez de R\$/US\$1,70 e R\$/US\$ 1,80. Durante os primeiros meses de 2010, a taxa média mensal de câmbio se manteve por volta de R\$/US\$1,70 - R\$/US\$1,90. Ou seja, apesar de inicialmente ter disparado com a eclosão da crise, depreciando o real, já no ano de 2009 a fuga em direção à moedas mais *seguras* foi sendo gradualmente reduzida, até retornar ao mesmo patamar dos meses que antecederam a eclosão da crise. Dessa maneira, concluímos que apesar da importância do papel desempenhado pela taxa de câmbio no que tange as importações e exportações, durante os meses de pior desempenho ao longo da crise, as políticas governamentais se mostraram relevantes em estimular os mercados internos, levando à demanda pela produção de outros países. Em contrapartida, as exportações, dependentes do nível de atividade do mercado internacional, apresentaram durante todo o ano de 2009 taxas



negativas de crescimento, visto que o Brasil, ao contrário da maioria dos outros países, conseguiu recuperar o nível de sua atividade econômica alguns meses após deflagrada a crise.

### **III.2 - Conclusões parciais**

Com o anúncio da falência do Lehman Brothers e consequente agravamento da crise hipotecária que vinha se desenrolando, os níveis de atividade econômica e a liquidez no mercado internacional registraram uma queda brusca. Nesse cenário, ao contrário do que alguns acreditavam, o Brasil retomou o crescimento do seu PIB em menos de um ano após os meses mais críticos da crise, se recuperando mais rápido que os países ditos desenvolvidos. No presente capítulo buscamos compreender os fatores e as medidas governamentais responsáveis pela surpreendente recuperação brasileira do produto, bem como dos seus componentes.

Iniciamos a primeira seção do capítulo com uma breve classificação dos tipos de medidas adotadas a partir de setembro de 2008, de acordo com a proposta de Gentil & Araújo (2010). Conforme a obra mencionada, as políticas poderiam ser divididas basicamente em quatro grupos: medidas para recuperar o nível de liquidez; manter o setor bancário; de estímulo fiscal e conter uma crise cambial. Além de tais medidas, examinamos ainda as razões pelas quais cada componente do PIB se comportou entre 2007 e 2010. De modo que observamos que algumas ações do governo impactaram mais de um componente do PIB, como, por exemplo: a trajetória da taxa SELIC, a existência dos bancos públicos, a redução do superávit primário, as desonerações fiscais, o aumento do salário mínimo real e das transferências de assistência e previdência.

A trajetória da taxa básica de juros brasileira foi exposta no gráfico 16 e, como mencionamos anteriormente, afetou diretamente o comportamento do consumo das famílias e do investimento brasileiro. Os aumentos consecutivos na SELIC desde o início de 2008, orientados pela preocupação do BC em evitar que a alta dos preços dos alimentos nos mercados internacionais fosse transmitida aos níveis de preços brasileiros, por si só já desempenhariam uma forte pressão para a contração do crédito, bem como do crescimento do PIB, consumo e investimento.

Em contrapartida, após o agravamento da crise e a forte desaceleração apresentada pelo PIB e seus componentes, a partir do último trimestre de 2008, o BC brasileiro modificou

a sua estratégia, passando então a realizar cortes periódicos na SELIC, com o objetivo de retomar os níveis de crescimento e atividade econômica. Com essa nova orientação da autoridade monetária, a taxa básica de juros registrou o seu menor valor histórico até então.

Vale destacar que a taxa básica de juros teve a sua trajetória alterada somente três meses após a eclosão da crise, enquanto o superávit primário só foi reduzido seis meses depois. Enquanto diversos países aceitaram apresentar déficits em suas contas primárias, o Brasil, apesar do cenário, não abriu mão da obtenção de valores positivos encerrando o ano de 2009 com um superávit de 2,06% do PIB, demonstrando um espaço que poderia ter sido utilizado, através da política fiscal, para estimular a economia durante o ano (Gentil & Araújo, 2010:12). Tais falhas na execução das políticas podem ter sido determinantes na extensão e profundidade da desaceleração apresentada pelo PIB e seus componentes.

Temos ainda uma característica do mercado brasileiro que desempenhou um papel crucial no processo de recuperação da atividade econômica como um todo: a presença dos bancos públicos. Em meio à crise, os bancos privados de modo geral, optaram por reduzir o crédito disponível na economia, apesar das investidas do governo brasileiro em aumentar a liquidez, como as mudanças nas regras das reservas compulsórias, por exemplo; enquanto os bancos públicos atuaram inicialmente concedendo empréstimos para consumo, os quais foram estendidos à habitação e, posteriormente, investimentos em geral. Dessa maneira, os bancos públicos desempenharam um papel importante evitando que a contração do crédito fosse mais profunda e que ocorresse uma crise bancária.

O fato de que, apesar dos diversos estímulos do governo para elevar a liquidez disponível para o setor bancário não resultaram em aumento do crédito para as famílias e empresas, enquanto os bancos públicos o fizeram, fez com que alguns autores considerassem, em cenário de crise, aumentar o crédito disponível pela população através das instituições públicas, uma alternativa desejável ao aumento de recursos para o setor financeiro.

Em relação às políticas fiscais adotadas pelo governo, temos as desonerações fiscais e a manutenção do gasto público, que acabaram influenciando o comportamento do consumo, além do próprio gasto público, investimento e PIB. Com o objetivo de evitar que alguns produtos deixassem de ser consumidos em meio ao cenário de restrição de liquidez, o governo anunciou um pacote de desonerações fiscais do IPI em diversos setores. Tal movimento foi

iniciado no mercado automobilístico e, posteriormente estendido, aos setores da construção civil, móveis e eletrodomésticos da linha branca<sup>24</sup>.

Os cortes no IPI impactaram uma das principais fontes de arrecadação do governo, considerando que não faria sentido reduzir o gasto público em meio à crise, o governo optou por reduzir a meta de superávit primário para o ano de 2009. Vale lembrar que após muitos anos perseguindo elevadas metas, em 2009 o governo brasileiro revisou e reduziu a sua meta para o superávit primário, o que abriu espaço para o crescimento do investimento público federal e das estatais, o qual registrou a sua maior participação no PIB durante os últimos anos, até então – apesar de durante os meses da maior queda na atividade econômica, os investimentos federais terem permanecido estagnados.

Temos ainda as medidas complementares, como o aumento do salário mínimo real e o programa “Minha casa, minha vida”. O aumento do salário mínimo real é considerado por alguns o fator de maior impacto no gasto público, uma vez que possui um forte caráter expansivo das transferências de pensões e previdência. Soma-se à isso, as transferências governamentais de assistência e renda às famílias de baixa renda, as quais aumentaram consideravelmente desde 2000 e são consideradas responsáveis pela manutenção do mercado interno em expansão, bem como a redução dos níveis de pobreza.

O programa “Minha Casa, Minha Vida” cujo objetivo principal era a construção de um milhão de moradias e contaria com programas especiais de crédito à famílias de baixa renda que se encaixassem no perfil, acabou aquecendo também o setor da construção civil, no mesmo período em que os produtos utilizados por esse setor apresentavam preços mais baixos, resultantes da queda do IPI. Adicionalmente, o aumento da demanda externa e retorno dos fluxos em direção ao Brasil não foram fruto das políticas executadas pelas autoridades brasileiras, mas resultantes apenas da sobra de liquidez verificada nos países ditos desenvolvidos, devido às rápidas decisões de aumento da liquidez, somadas à melhora no risco atribuído ao EMBI+, o que fez com que os capitais estrangeiros se orientassem novamente para países ditos emergentes (Gentil & Araújo, 2010).

Finalmente, conforme Bastian & Soihet (2012: 95 – 97), ao elevar a taxa básica de juros, aumenta o diferencial de taxas o que, por sua vez, atrai capitais, apreciando o câmbio. O

---

<sup>24</sup> Conforme comentamos anteriormente, a mensuração do aumento do consumo em virtude da redução do IPI apresenta um certo grau de dificuldade que foge do escopo do presente trabalho. Porém, alguns autores, já mencionados, demonstraram resultados satisfatórios no que tange o aumento da aquisição de automóveis em virtude dessa política de desoneração.

câmbio apreciado, apesar de auxiliar no controle da inflação<sup>25</sup>, é caracterizado também por um efeito duplamente perverso, a saber: reduz a entrada de reais por produto exportado, diminui a competitividade do produto nacional frente ao estrangeiro, podendo culminar em um processo de desindustrialização<sup>26</sup> se o país não resistir à essa concorrência. Se a existência do processo de desindustrialização não está claro na economia brasileira, diversos trabalhos destacam os indícios de reprimarização da pauta exportadora brasileira, com diversos setores apresentando coeficiente de importado cada vez mais elevados, principalmente nas indústrias de tecnologia mais avançada, como Bastian & Soihet (2012: 95) e Serrano & Summa (2011:29).

---

<sup>25</sup> Para saber mais sobre a relação entre câmbio e controle da inflação, consultar também Serrano & Summa (2011).

<sup>26</sup> Processo esse que se verificou na economia brasileira segundo os autores Oreiro & Feijó (2010).

## Conclusão

A crise deflagrada em setembro de 2008 foi considerada uma das maiores crises da história econômica recente, desde a década de 1990, e comparável à crise dos anos 30. Diante de uma rápida desaceleração da atividade econômica mundial e uma elevada contração de liquidez que contaminou todos os mercados ao redor do planeta, o Brasil se recuperou mais rápido do que os países considerados desenvolvidos. Para tentar compreender as razões que levaram a tal resultado, o presente trabalho buscou analisar de que maneira as medidas governamentais auxiliaram no processo de recuperação apresentado pela economia brasileira após a crise deflagrada em setembro de 2008.

Na primeira parte, retornamos à origem da crise: o mercado hipotecário *subprime* americano. Conforme já abordamos, os credores classificados com *subprime* são caracterizados por não apresentarem renda, histórico de crédito e/ou garantias que possibilitem a contração de um financiamento imobiliário junto às instituições financeiras ou bancos. Logo, para contraírem um empréstimo imobiliário, precisam aceitar pagar taxas de juros maiores devido ao maior risco de inadimplência atribuído a eles. Esse tipo de empréstimo não havia despertado o interesse das instituições financeiras até o início dos anos 2000. Devido ao fato de emprestarem para indivíduos de risco elevado, os agentes financeiros não contavam com as tradicionais garantias do governo americano, de modo que passaram a fazer uso de uma complexa gama de produtos financeiros para “securitizar” essas hipotecas *subprime* e conseguirem vender esses títulos a terceiros.

O cenário de prosperidade estava prestes a mudar, uma vez que a partir de 2004 a taxa básica de juros americana voltou a subir e, a partir de 2007, os preços das casas começaram a cair. Com o aumento da inadimplência, os detentores dos títulos perceberam que poderiam não receber os juros e iniciaram um movimento de venda dos mesmos, o que acabou reduzindo de maneira rápida e profunda o valor deles. No dia 15 de setembro de 2008, o banco de investimentos americano Lehman Brothers declarou falência, após o governo americano ter negado auxílio no processo de compra pela instituição britânica Barclays. A partir dessa data, a crise, que até então se mostrava limitada à um setor da economia norte-americana, foi elevada à uma crise global e multidimensional, afetando as economias de diversos países ao redor do planeta, contaminando os setores reais de algumas e gerando crises múltiplas em outras.

Com o objetivo de avaliar os impactos da crise no Brasil e os efeitos das medidas colocadas em prática pelo governo brasileiro, no segundo capítulo, analisamos o comportamento do Produto Interno Bruto e seus componentes através da ótica da demanda entre o primeiro semestre de 2007 e o quarto trimestre de 2010. Para tal foram construídos gráficos com as taxas de crescimento registradas a cada trimestre no período citado. É importante destacarmos que as taxas foram calculadas comparando o resultado de um trimestre, com aquele auferido no mesmo trimestre no ano anterior, de modo a evitar problemas relacionados à sazonalidade.

A análise acerca do comportamento do PIB e seus componentes foi iniciada pelo próprio produto, de onde pudemos concluir que os impactos sobre ele foram verificados a partir do trimestre seguinte ao anúncio do pedido de concordata do Lehman Brothers, através de uma considerável desaceleração que se agravou e resultou em três trimestres consecutivos de taxas de crescimento negativas. Entretanto, o produto iniciou a sua trajetória de recuperação já no ano de 2009, registrando valores positivos desde então. A seguir, examinamos o desempenho do consumo, entre janeiro de 2007 e dezembro de 2010, onde constatamos que, considerando a sua participação no PIB e o fato de que apesar de também ter registrado uma queda brusca e vertiginosa do seu crescimento em 2008, nunca apresentou taxas negativas de crescimento, pudemos concluir que esse componente foi responsável por evitar que a queda do crescimento do PIB fosse ainda maior e auxiliou ainda no processo de recuperação do produto.

Em terceiro lugar, acerca da trajetória apresentada pelos gastos públicos no período anteriormente citado, ponderamos que, devido ao seu comportamento errático, os gastos governamentais pouco contribuíram para a retomada do crescimento do PIB como era de se esperar. Em contrapartida, houve um aumento expressivo das transferências governamentais a partir de 2007, as quais tiveram um elevado impacto positivo sobre os agregados que apresentavam taxas de crescimento progressivamente menores durante os piores meses da crise. Posteriormente, estudamos a curva descrita pelas taxas de crescimento do investimento. Lembrando que o investimento aqui abordado se trata apenas da Formação Bruta de Capital Fixo. Ao longo da crise, esse agregado apresentou uma queda nas suas taxas de crescimento forte e brusca, iniciada no trimestre posterior ao agravamento da crise internacional, assim como o PIB, apresentando taxas de crescimento negativo. Comparando as trajetórias do PIB e do investimento, notamos que o produto só voltou a registrar taxas positivas de crescimento

no trimestre em que o investimento o fez, indicando a forte influência desempenhada por esse componente no decorrer da crise.

Por fim, analisamos o comportamento das exportações líquidas brasileiras no intervalo 2007-2010. Porém, as exportações líquidas foram decompostas em exportações e importações. Examinando a evolução das taxas de incremento desses componentes, ficou evidente a importância da demanda sobre os resultados apresentados. As exportações brasileiras apresentaram taxas negativas entre o fim de 2008 e ao longo de todo o ano seguinte. As importações, por outro lado, se desaceleraram no início da crise devido ao desaquecimento da economia brasileira e voltaram a apresentar taxas positivas de crescimento em 2009, acompanhando o movimento do consumo e do PIB.

Assim, concluímos que o consumo das famílias e os gastos do governo, junto com as importações<sup>27</sup>, pressionaram o PIB positivamente, enquanto o investimento e as exportações exerceram uma força na direção contrária. Soma-se à isso o fato de que observamos que o consumo das famílias e o investimento impactaram de maneira significativa o comportamento do PIB apresentado entre 2007 e 2010. Uma vez que o consumo evitou uma queda ainda maior do PIB durante o período mais dramático da crise e ainda contribuiu com o processo de recuperação iniciado em 2009. Já o investimento, devido principalmente ao tamanho da sua desaceleração, se trata da variável chave para compreendermos os impactos da crise no produto brasileiro; pois, a queda vertiginosa desse agregado pressionou o PIB *para baixo* e, em contrapartida, o retorno do seu crescimento, impulsionou a recuperação do produto. Em relação aos gastos do governo notamos que tal componente não colaborou conforme o esperado. No que tange a recuperação mais rápida das importações, se comparada às exportações, a explicação resulta do fato de que as importações dependem da demanda interna, enquanto as exportações dependem da demanda externa, a qual estava seriamente debilitada devido à crise.

Desde o início da crise, diversas medidas de contenção passaram a ser tomadas pelos governos e Bancos Centrais dos países a fim de reduzir as perdas e minimizar os danos. Conforme abordamos anteriormente, as medidas adotadas pelos governos podem ser divididas em cinco grupos principais: aquelas relacionadas à liquidez e que visavam manter a disponibilidade de crédito; outras relacionadas à manutenção da demanda agregada, através das políticas governamentais expansionistas; as medidas no setor cambial; as ações de

---

<sup>27</sup> Lembrando que a queda nas importações representa um efeito positivo no PIB.

“saneamento do mercado financeiro” e, finalmente, medidas que tinham como objetivo reduzir os impactos sociais. De modo que, no terceiro capítulo deste trabalho, estudamos as medidas colocadas em prática no Brasil, bem como avaliamos a influência das ações governamentais no desempenho de cada componente do Produto Interno Bruto brasileiro.

Das diversas medidas adotadas pelas autoridades brasileiras, podemos destacar o papel desempenhado pela trajetória da taxa SELIC, a existência dos bancos públicos, a redução do superávit primário, as desonerações fiscais, o aumento do salário mínimo real e das transferências de assistência e previdência no processo de desaceleração e, principalmente, de recuperação dos componentes do PIB.

Os aumentos consecutivos na SELIC desde o início de 2008, por si só já desempenhariam uma forte pressão para a contração do crédito, bem como do crescimento do PIB, consumo e investimento. Em contrapartida, após o agravamento da crise e a forte desaceleração apresentada pelo PIB e seus componentes, a partir do último trimestre de 2008, o BC brasileiro modificou a sua estratégia, passando então a realizar cortes periódicos na SELIC, com o objetivo de retomar os níveis de crescimento e atividade econômica. Com essa nova orientação da autoridade monetária, a taxa básica de juros registrou o seu menor valor histórico até então.

Além disso, a presença dos bancos públicos desempenhou um papel crucial no processo de recuperação da atividade econômica brasileira. Uma vez que, em meio à crise, enquanto os bancos privados de modo geral, optaram por reduzir o crédito disponível na economia, apesar dos diversos estímulos do governo para elevar a liquidez disponível para o setor bancário; os bancos públicos, seguiram na direção contrária, concedendo empréstimos inicialmente para o consumo, os quais foram estendidos à habitação e, posteriormente, investimentos em geral. Dessa maneira, os bancos públicos desempenharam um papel importante evitando que a contração do crédito fosse mais profunda e que ocorresse uma crise bancária.

Em relação às políticas fiscais adotadas pelo governo, temos as desonerações fiscais e a manutenção do gasto público. Considerando os impactos negativos que seriam ocasionados caso o governo optasse por reduzir dos gastos, uma vez que uma das principais fontes de arrecadação do governo foi reduzida com os cortes no IPI, o governo escolheu reduzir a meta de superávit primário para o ano de 2009, possibilitando o crescimento do investimento público federal e das estatais. Temos ainda o efeito positivo das medidas complementares,



como o aumento do salário mínimo real e o programa “Minha casa, minha vida”.. Soma-se a isso, as transferências governamentais de assistência e renda às famílias de baixa renda, as quais aumentaram consideravelmente desde os anos 2000.

Através do presente trabalho, observamos que os efeitos da crise, agravada em setembro de 2007, se fizeram sentir na economia brasileira a partir do trimestre seguinte ao anúncio da falência. Através da análise do PIB e dos seus componentes ficou evidente a elevada influência do comportamento do consumo das famílias e do investimento sobre o produto brasileiro, de modo que as medidas que obtiveram êxito no objetivo de estimular a recuperação de tais componentes, contribuíram para o processo de retomada da atividade econômica brasileira. Logo, os cortes consecutivos na taxa básica de juros ao longo de 2009, a presença e o papel desempenhado pelos bancos públicos, bem como as políticas fiscais – a saber, desonerações fiscais e redução do superávit primário, mantendo o gasto público – somados ao aumento das transferências governamentais e do salário mínimo real, podem ser considerados os responsáveis pela recuperação do PIB em 2009, um ano após a deflagração da que foi considerada a maior crise financeira da histórica econômica recente.

## Referências bibliográficas

Fontes de dados: Banco Central do Brasil, Ipeadata, IBGE.

AGIS, E. Desacople en Argentina y Brasil: Crisis Internacional y Reacciones de Política Económica. En: Asociación de Economía para el Desarrollo de la Argentina, 2do Congreso Anual. **Lineamientos para un Cambio Estructural de la Economía Argentina. Desafíos del Bicentenario**. Buenos Aires, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação – 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

BRUNO, M. **A economia brasileira e a crise americana: o que esperar para 2009**. Jornal dos Economistas, dezembro de 2008.

CARDIM, F. **Pequeno guia para entender a crise financeira**. 2008. Disponível em <http://www.inesc.org.br/biblioteca/textos/pequeno-guia-para-entender-a-crise-financeira>, acessado em 20/06/2011.

CARDIM, F. J; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

COMISSIÓN ECONÓMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL). **Anuario estadístico de América Latina y el Caribe, 2011**. (LC/G.2513-P), Santiago de Chile, 2012. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E/S.12.II.G.1. Disponível em: <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/8/45608/LCG2513b.pdf>

FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. **Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano**. Revista de Economia Política, vol. 28, nº 3 (111), pp. 414-433, julho-setembro de 2008. Disponível em <http://www.rep.org.br/pdf/111-3.pdf>, acessado em 22/07/12.

GENTIL, D. L.; ARAÚJO, V. L. de. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma resposta da política econômica brasileira à crise econômica internacional**. 2010. (Apresentação de Trabalho/Seminário).

\_\_\_\_\_. **Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça?** Texto para discussão n° 1768. Brasília: IPEA, setembro de 2012. Disponível em [http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td\\_1768.PDF](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1768.PDF), acessado em 06/11/2012.

GIAMBIAGI, F., A. VILLELA, J. HERMANN e L. B. de CASTRO (Orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

GONÇALVES, R. **Crise econômica: Radiografia e soluções para o Brasil**. Em *Socialismo e Liberdade*, ano I, nº 0 (edição experimental), 2009. Disponível em <http://www.socialismo.org.br/portal/images/arquivo/crisereinaldo.pdf>, acessado em 20/06/2011.

HERMANN, J. **A Macroeconomia da Dívida Pública: notas sobre o debate atual e a experiência brasileira recente (1999-2002)**. *Cadernos Adenauer*, Ano III, nº 04. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, Novembro, pp. 41-70. 2002. Disponível em [http://www.nudes.ufu.br/disciplinas/ppe/a\\_macroconomia\\_da\\_divida\\_publica.pdf](http://www.nudes.ufu.br/disciplinas/ppe/a_macroconomia_da_divida_publica.pdf), acessado em 07/07/2012.

IPEA. **Impactos da Redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de Automóveis**. Nota Técnica nº 15. Brasília: IPEA/DIMAC, agosto de 2009. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/2009\\_nt015\\_agosto\\_dimac.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/2009_nt015_agosto_dimac.pdf), acessado em 29/08/2012.

\_\_\_\_\_. **Crise internacional: balanço e possíveis desdobramentos**. Comunicado da Presidência nº 35. Brasília: IPEA, novembro de 2009a.

GOBETTI, S. **Qual é a real taxa de investimento público no Brasil?** Nota Técnica. Brasília: IPEA/ DIMAC, 2010.

LOPES, L. M.; VASCONCELLOS, M. A. (Org.). **Manual de Macroeconomia**. São Paulo: Atlas, 2007.

NASSIF, A. Brazil and India in the global economic crisis: Immediate impacts and economic policy responses. In: Dullien, S.; Kotte, D.; Marquez, A.; Priewe, J. (Org). **The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries**. Berlim: conjuntamente publicados pela United Nations Conference em Trade and Development and Hochschule fur Technik und Wirtschaft, 2010.

OREIRO, J. L.; FEIJÓ, C. **Desindustrialização: Conceituação, Causa, Efeitos e o Caso Brasileiro**. *Revista de Economia Política*, vol. 30, nº2. São Paulo, 2010, pp. 219-232.

SALAMA, P. **Argentina, Brasil e México diante da crise internacional**. Brasil: Estudos avançados. Vol. 23, n° 65, 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n65/a03v2365.pdf>, acessado em 25/07/2012.

SCHWARTSMAN, A. **A crise cambial e o ajuste fiscal**. Revista de Economia Política, vol. 19, n°1 (73), janeiro-março/1999. Disponível em <http://www.rep.org.br/pdf/73-1.pdf>, acessado em 07/07/2012.

SERRANO, F.; SUMMA, R. **Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000**. Observatório da economia global, Textos Avulsos n° 5, março de 2011. Disponível em [http://www.iececon.net/arquivos/OBSERVATORIO\\_6.pdf](http://www.iececon.net/arquivos/OBSERVATORIO_6.pdf).

TORRES, E. **Entendendo a crise do subprime**. Visão do Desenvolvimento n° 44. Brasília: BNDES, 2008.

BORÇA JR., G.R.; TORRES FILHO, E. T.. **Analisando a Crise do Subprime**. Rio de Janeiro: BNDES n° 30, dezembro de 2008.

---

\_\_\_\_\_. **A crise do subprime ainda não acabou**. Visão do Desenvolvimento n° 50. Brasília: BNDES, 2008.