

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**A INFLUÊNCIA DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO NA CRISE FINANCEIRA DE 2008**

Wyllian Irber

PORTO ALEGRE, 2012

WYLLIAN IRBER

**A INFLUÊNCIA DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO NA CRISE FINANCEIRA DE 2008**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. João Fróis Caldeira

PORTO ALEGRE

2012

WYLLIAN IRBER

**A INFLUÊNCIA DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO NA CRISE FINANCEIRA DE 2008**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, 19 de dezembro de 2012.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. João Fróis Caldeira – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Flávio Tosi Feijó
UFRGS

Prof. Dr. Hudson da Silva Torrent
UFRGS

RESUMO

Este trabalho propõe-se a estimar a influência das operações de crédito com recursos livres no crescimento do PIB brasileiro através de uma regressão linear baseada no modelo de Galeano e Feijó (2011). Os resultados mostram que as operações de crédito com recursos livres possuem um coeficiente estimado β inferior aos coeficientes das demais variáveis do modelo (operações de crédito com recursos direcionados e exportações), validando a conclusão de que os bancos governamentais – Caixa, BB e BNDES –, com as operações de crédito com recursos direcionados, tiveram papel fundamental no movimento de recuperação do cenário econômico brasileiro durante o ano de 2009.

PALAVRAS CHAVE: crise de 2008, PIB, operações de crédito.

ABSTRACT

This study aims to estimate the influence of loans with free resources in Brazilian GDP growth through a linear regression based on model of Galeano & Feijó (2011). The results show that the loans with free resources have an estimated coefficient β lower than the coefficients of other variables in the model (loans with targeted resources and exports), validating the conclusion that the government banks - Caixa, BB and BNDES - , with credit transactions with targeted resources, played a key role in the recovery movement of Brazilian economy during the year 2009.

KEY WORDS: crisis of 2008, GDP, loans.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Esquema Estilizado de Securitização de Créditos <i>Subprime</i>	19
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1– Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos (saldo em conta corrente)	13
Gráfico 2 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008	15
Gráfico 3 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas <i>Subprime</i> (2001–2006)	16
Gráfico 4 - Gastos em Construção Residencial nos EUA (2001–2008).....	17
Gráfico 5 - Evolução das Novas Emissões de CDO (2000–2007).....	21
Gráfico 6 - Venda de Imóveis nos EUA (1999–2008)	23
Gráfico 7 - Evolução do Valor de Mercado dos Principais Bancos Comerciais Americanos.....	25
Gráfico 8 - Composição dos Ativos Totais do FED.....	26
Gráfico 9 - Variação anual do PIB nos países desenvolvidos	27
Gráfico 10 - Taxa Selic e taxa de juros prefixados de mercado	33
Gráfico 11 – Evolução do nível de crédito - Pessoa Jurídica	34
Gráfico 12- Taxa de Inadimplência - Pessoa Jurídica (%)	36
Gráfico 13 - Taxas de captação, aplicação e spread bancário (%)	37
Gráfico 14 - Saldo de operações de crédito por origem dos recursos	40
Gráfico 15 - Saldo de operações de crédito com recursos direcionados	41
Gráfico 16 - Operações de crédito com recursos livres R\$ (bilhões).....	42
Gráfico 17 - Operações de crédito com recursos livres - prazo médio (Dias).....	43
Gráfico 18 - Operações de crédito - Participação por tipo de recurso (%).....	44
Gráfico 19 - PIB Brasil - variação real anual - (% a.a.)	46
Gráfico 20 - Produção industrial - quantum - índice (média 2002 = 100)	47
Gráfico 21 - Reservas internacionais - US\$ (bilhões).....	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Perdas Anunciadas com a Crise do <i>Subprime</i>	25
Tabela 2- Variação anual do PIB nos países desenvolvidos	28
Tabela 3 - Taxa de desemprego (diversos países)	29
Tabela 4 - Volume de importações de bens e serviços (diversos países).....	30
Tabela 5 - Evolução das reservas internacionais - Crescimento anual (%).....	48
Tabela 6 - Resultados da regressão da equação (3.5).....	54
Tabela 7 - Resultados da regressão da equação (3.6).....	55

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008.....	12
1.1 CAUSAS DA CRISE	12
1.1.1 O Mercado Imobiliário Norte-Americano	14
1.1.2 CDOs.....	18
1.2 DEFLAGRAÇÃO DA CRISE	22
1.3 EFEITOS INTERNACIONAIS DA CRISE	27
2 O CENÁRIO BRASILEIRO NO CONTEXTO DA CRISE.....	31
2.1 O MERCADO DE CRÉDITO	31
2.1.1 Impacto da Deflagração da Crise no Brasil	31
2.1.2 Fase de Recuperação	37
2.2 OS EFEITOS SOBRE O PIB	44
3 INFLUÊNCIA DO CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES NO CRESCIMENTO DO PIB	50
3.1 O MODELO DE GALEANO E FEIJÓ (2011).....	51
3.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR	52
3.2.1 Dados	52
3.2.2 Estimação	53
3.3.3 Análise dos Resultados	54
4 CONCLUSÕES.....	56
REFERÊNCIAS	58

INTRODUÇÃO

Os últimos anos antes de 2007 foram de pujança na economia norte-americana, principalmente no que diz respeito à liberalização do setor financeiro. Nele, os agentes bancários operavam com alto grau de alavancagem e as pessoas, incentivadas através de ampla disponibilidade de crédito, se viam fortemente propensas a consumir. O poder de consumo dos americanos era tão expressivo que o déficit comercial atingiu mais de US\$ 750 bilhões e o déficit em conta corrente ultrapassou os US\$ 800 bilhões já em 2006. Símbolo deste momento favorável do desenvolvimento dos Estados Unidos, o mercado imobiliário se valorizava cada vez mais, com os bancos emitindo cada vez mais títulos hipotecários, incentivando o consumo por parte dos tomadores desses empréstimos. Como uma forma de obter rendimento a partir das dívidas dos tomadores de empréstimos hipotecários, criou-se o mercado de securitização destes títulos, através do método Originação & Distribuição, empacotando-os e dividindo-os em tranches conforme seu grau de risco, para então disponibilizar no mercado financeiro aos *hedge funds*, corretoras de seguros, fundos de pensão, etc., os chamados títulos *subprime*.

Conforme as vendas de imóveis nos Estados Unidos foram desacelerando, o mercado dos títulos *subprime* começou a sentir os efeitos da inadimplência dos tomadores dos empréstimos hipotecários, que davam origem a cadeia de pagamentos dos títulos espalhados pelo mercado financeiro mundial. Com o mercado em baixa, as taxas de juros estavam aumentando, dificultando o pagamento das prestações dos empréstimos por parte dos clientes. Com dificuldades em razão da desvalorização destes ativos, diversos bancos de investimento precisaram de socorro por parte do governo norte-americano para que mantivessem sua liquidez no mercado. Em outubro de 2008, a falência do banco de investimento Lehman Brothers foi o grande agente desencadeador da crise ao redor do mundo. Seus empréstimos “empacotados” estavam amplamente difundidos no mercado financeiro mundial, afetando diversos países desenvolvidos, bem como outras economias periféricas, como o Brasil.

No Brasil, os efeitos da crise começaram a ser sentidos a partir do final do ano de 2008, após a quebra do Lehman Brothers. O então Presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva, chegou a dizer que a crise financeira de 2008 não passaria de uma

“marolinha” quando passasse pelo Brasil, apesar de ter sido, segundo ele, um “tsunami” passando pelos Estados Unidos. O que se viu, porém, foi um esgotamento dos canais de crédito no país, visto que muitas empresas internacionais, bem como investidores, retiraram suas posições do mercado para ficarem mais líquidos ou para enviar recursos para suas matrizes no exterior. O Brasil vinha de vários semestres seguidos de crescimento, o que fez com que o “empoçamento” de liquidez prejudicasse praticamente todas as empresas que não tinham caixa para financiar suas operações e novos projetos que estavam programados. Vistas as dificuldades encontradas na economia brasileira em virtude da falta de crédito e retração do setor privado, o governo utilizou seus bancos – Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES – como promotores da dinâmica econômica brasileira, através do aumento das operações de crédito com estas instituições. Segundo a literatura, esta foi a melhor política anti-crise tomada pelo governo na época, visto que o esforço fiscal foi considerado baixo e a política de queda nos juros foi considerada tardia, não afetando diretamente a retomada do crescimento econômico, que estava ocorrendo, segundo os autores, naturalmente durante o ano de 2009.

O primeiro capítulo deste trabalho aborda o surgimento da crise do *subprime* e seus condicionantes no mercado norte-americano, além de efeitos internacionais da recessão. O segundo capítulo aborda a crise no Brasil, desde sua deflagração, com a queda do Lehman Brothers, até o período de recuperação, durante o ano de 2009. No terceiro capítulo, finalmente, é estimado o modelo de regressão linear, baseado no modelo de Galeano e Feijó (2011), que tenta identificar o grau de influência das operações de crédito com recursos livres, aqueles que são livremente negociados pelas instituições financeiras, no crescimento do PIB, visto que estas instituições tiveram papel importante neste período da economia nacional.

1 A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008

1.1 CAUSAS DA CRISE

A crise financeira mundial de 2008, que teve seu epicentro nos Estados Unidos, ficou conhecida como a crise do mercado imobiliário, a crise das hipotecas *subprime*. Apesar de seus efeitos começarem a ser percebidos ainda em 2007, quando surgiram sinais de crise na indústria de construção e nos títulos hipotecários *subprime*, foi em 2008 que a bolha realmente estourou, com a quebra de grandes bancos e injeção por parte do governo de centenas de bilhões de dólares em bancos e outras empresas para que estas permanecessem líquidas e não viessem à falência também. Apesar dos efeitos devastadores do estouro da bolha imobiliária terem “surpreendido” praticamente todos os setores da economia, vários indicadores da economia norte americana foram utilizados por diversos estudiosos para “prever” a crise. Além disso, muito se criticou a postura do governo, principalmente a do ex-chairman do banco central norte americano - o FED - Alan Greenspan, que liberalizou excessivamente, segundo os analistas, o mercado financeiro, pressionado pelo desempenho extremamente promissor deste mercado, gerando lucros elevadíssimos, valorizando todos os ativos, e se disseminando em todos os mercados mundo afora.

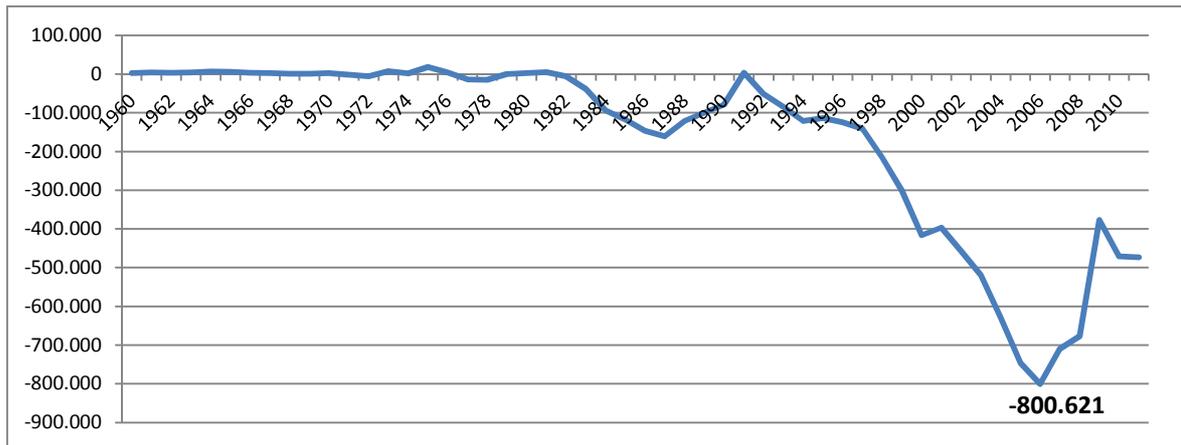
A prosperidade econômica que recaiu sobre os Estados Unidos nas últimas décadas elevou os níveis de consumo muito além do que a análise histórica poderia sugerir. Como escreveu Morris¹ (2009, p. 136):

A balança comercial se deteriorou regularmente ao longo das décadas de 1980 e 1990, e de repente entrou em queda livre por volta de 1999. Em 2006, o déficit comercial foi de mais de US\$ 750 bilhões, e o déficit em conta corrente passou de US\$ 800 bilhões. O déficit acumulado de 2000 a 2006 atingiu cerca de US 4 trilhões. Pressionados pela queda do dólar, os números do comércio de bens e serviços melhoraram na segunda metade de 2007, mas o déficit anual ainda será de cerca de US\$ 650 bilhões. Os maiores itens de saída de recursos em 2006 foram de produtos de petróleo, com cerca de US\$ 300 bilhões, veículos, com

¹ Charles R. Morris é advogado e ex-banqueiro. Colabora com vários periódicos e tem artigos e resenhas publicados no *New York Times*, *Wall Street Journal* e *Washington Post*. É autor de onze livros, entre eles *Money greed and risk: why financial crises and crashes happen* (Crown, 2009).

US\$ 123 bilhões, equipamentos elétricos e eletrônicos, com US\$ 83 bilhões, e cerca de US\$ 200 bilhões em uma variedade de categorias de bens de consumo. O maior item do lado positivo foi US\$ 49 bilhões em exportações relacionadas à aeronáutica e à indústria espacial.

Gráfico 1– Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos (saldo em conta corrente)



Fonte: U.S. Department of Commerce - Bureau of Economic Analysis

O Gráfico 1 ilustra este indicador, mostrando o descolamento em relação ao equilíbrio do saldo em conta corrente norte americano a partir da década de 1990 e principalmente depois dos anos 2000. Como e por quem este déficit foi financiado é explicado em (MORRIS, 2009, p. 136,137):

A saída líquida de US\$ 800 bilhões em 2006 representou mais de 6% do PIB americano. De onde veio este dinheiro? Não da poupança dos consumidores, pois basicamente não há nenhuma – há vários anos as poupanças das famílias têm oscilado em torno de zero. Nem poderia vir da poupança do setor público: desde 2001, o governo federal tem se mantido no vermelho em cerca de US\$ 2 trilhões. As empresas americanas dispõem de muito dinheiro, mas os gestores de investimento americanos mandaram um total líquido de mais de US\$ 1 trilhão para o exterior nos últimos anos.

A resposta, é claro, é que nossos déficits estão sendo financiados por estrangeiros – em 2006, o déficit em conta corrente americano consumiu cerca de 70% dos superávits do resto do mundo. A maior parte desse dinheiro vem de

investidores privados – embora “investidores privados” da Rússia, da China e dos países do Golfo Pérsico sejam com frequência testas-de-ferro dos governos -, mas um montante crescente provém de fontes oficiais, principalmente bancos centrais. Essa é uma grande mudança. Em 2000 e 2001, as fontes oficiais forneciam só cerca de US\$ 35 bilhões por ano. Em 2006 esse valor tinha disparado para US\$ 440 bilhões. É seguro supor que a maior parte desse dinheiro refere-se a investimentos realizados por razões políticas, não porque os títulos de curto prazo do Tesouro americano ofereçam retornos imbatíveis – e decisões políticas podem ser revertidas.

Fica evidente, de acordo com o último parágrafo, que esta condição vivida pela economia norte americana, de enorme déficit sendo financiado por fontes externas devido a motivos políticos, é extremamente perigosa, visto que a forma sustentável de reter o dinheiro estrangeiro seria com títulos governamentais com retornos atraentes comparados a títulos de outros países igualmente seguros quanto ao pagamento destas dívidas.

1.1.1 O Mercado Imobiliário Norte-Americano

Neste mercado em que o consumo das famílias se encontra em níveis elevados, pode-se destacar o mercado imobiliário como um beneficiário importante. Segundo (JÚNIOR e FILHO, 2008)², o mercado imobiliário norte americano viveu nos últimos dez anos seu mais longo período de valorização em cinco décadas. Eles destacam a valorização contínua dos preços dos imóveis entre 1997 e 2006 (Gráfico 2), chegando a triplicar de valor. Como um dos principais motivos dessa valorização, destaca-se o aumento do crédito imobiliário americano, apoiado em baixas taxas de juros, principalmente após os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001.

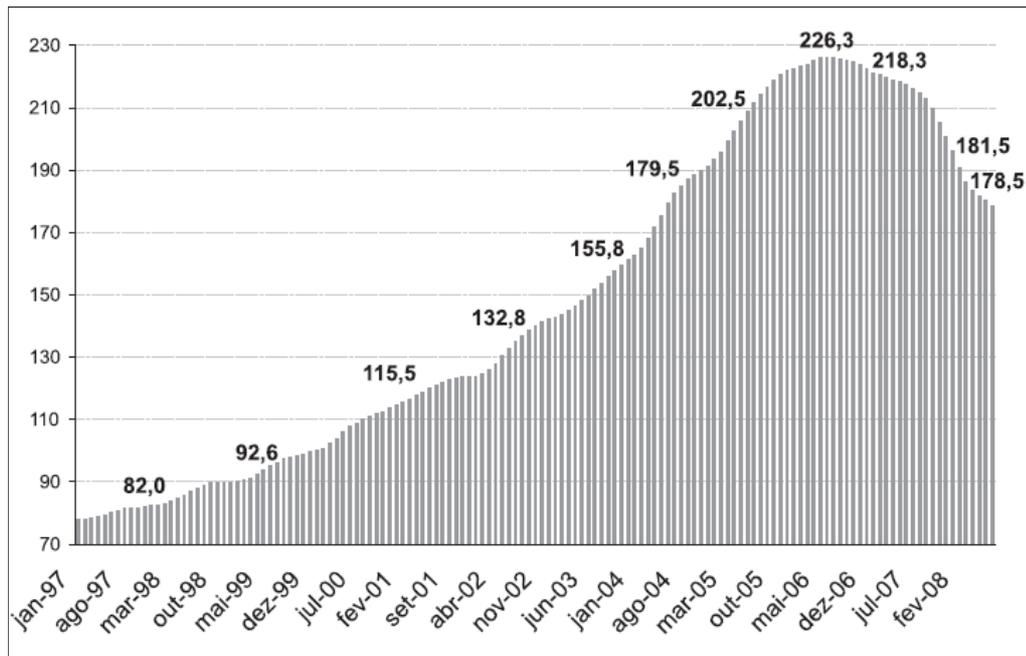
De acordo com (JÚNIOR e FILHO, 2008, p. 135), o mercado de hipotecas movimentou, em média, US\$ 3 trilhões por ano em novas operações, atingindo quase US\$ 4 trilhões em 2003. Os autores destacam dois fatores como responsáveis pela explicação do tamanho destes valores:

De um lado, houve uma forte ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano, com a incorporação de novos potenciais tomadores de

² Economistas do BNDES

financiamento imobiliário e, de outro, o crescimento vigoroso do processo de securitização desses créditos.

Gráfico 2 - Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008
(Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Indices, retirado da Revista do BNDES, 2008

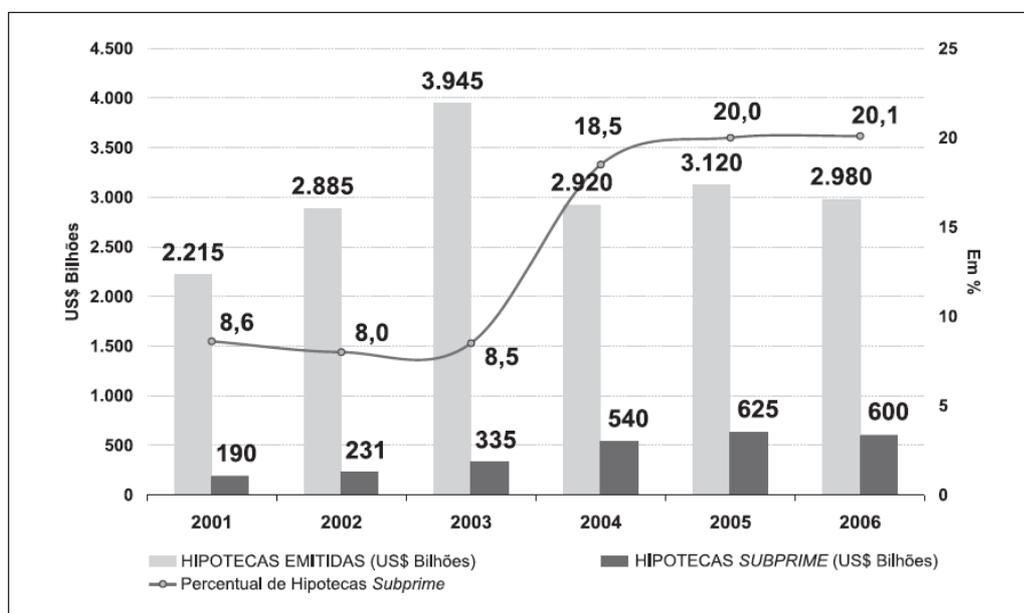
O primeiro fator refere-se ao aumento da escala do mercado de financiamento hipotecário através da concessão de crédito imobiliário a pessoas que não teriam condições de obtê-los de acordo com as normas das instituições públicas e privadas que concedem os empréstimos. Estes novos devedores foram chamados de *ninja*³, pois não tinham renda, emprego e ativos que servissem como garantia para obter os empréstimos hipotecários. Segundo (JÚNIOR e FILHO, 2008, p. 136), “muitos não tinham sequer condições de apresentar a documentação mínima necessária para a abertura do crédito imobiliário, seja por serem residentes ilegais, ou por terem ficado inadimplentes nos dois anos anteriores”. Estes empréstimos imobiliários cedidos a pessoas sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, que representavam forte risco de incapacidade para honrar as parcelas destes empréstimos, foram denominados empréstimos *subprime*.

³ Em inglês, a expressão significa: **no income, no job or assets**.

O segundo fator, ainda segundo (JÚNIOR e FILHO, 2008, p. 136), refere-se à ampliação do processo de securitização dos empréstimos *subprime*. As instituições financeiras utilizaram o método Originação & Distribuição (O&D) para concederem os empréstimos e distribuírem os riscos ao securitizar estes créditos e vender no mercado de capitais para fundos de *hedge*, companhias de seguro, fundos de pensão, etc. JÚNIOR e FILHO falam que “havia, nesse sentido, não apenas maior grau de alavancagem das instituições financeiras, mas também maior disseminação dos riscos em escala sistêmica”.

Analisando o mercado hipotecário, vemos no Gráfico 3 que o ano de 2003 foi o auge das emissões de novas hipotecas. Porém, a partir de 2004, as emissões de hipotecas *subprime* atingiram um patamar acima de US\$ 500 bilhões ao mesmo tempo em que as emissões e novas hipotecas reduziam-se, dando um salto na participação relativa dos créditos *subprime* em relação ao total de novas hipotecas. A partir de 2004, então, a bolha imobiliária americana sustentou-se incorporando o que JÚNIOR e FILHO chamaram de parte “menos nobre” de tomadores de hipotecas.

Gráfico 3 - Emissão Total de Novas Hipotecas e Participação das Hipotecas *Subprime* (2001–2006)



Fonte: Wray (2007), retirado da Revista do BNDES, 2008

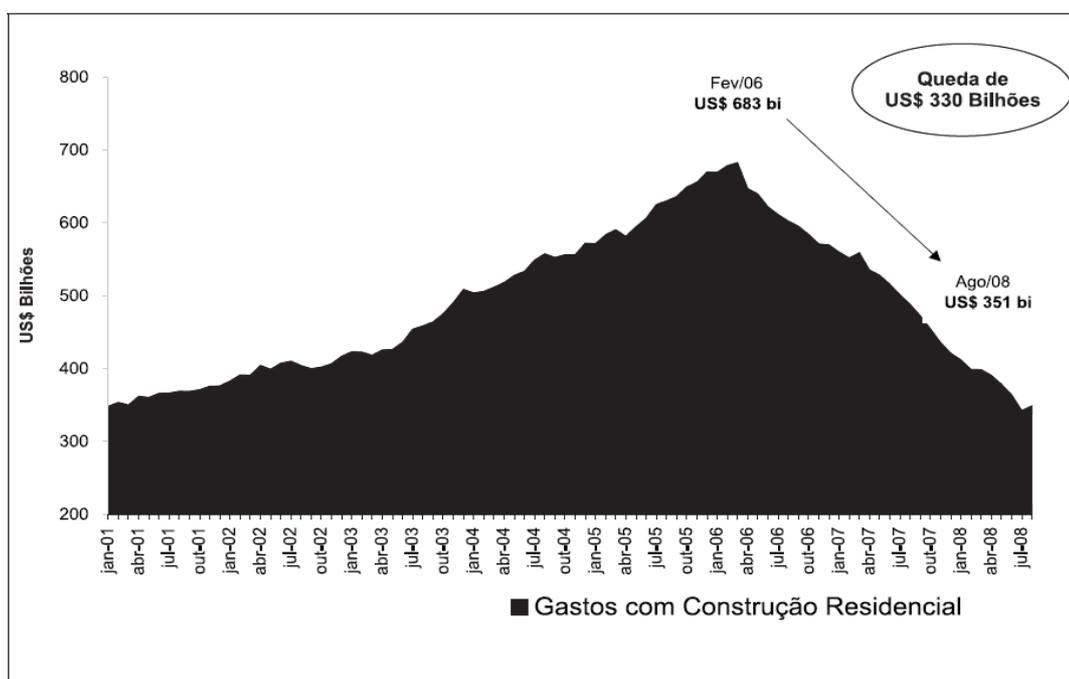
Um agravante ainda aos créditos *subprime* é que eles funcionavam em um modelo baseado nos preços ascendentes dos imóveis e em taxas de juros reduzidas, que permitiam aos tomadores destes empréstimos refinanciarem suas dívidas, que eram de longo prazo, à

medida que os preços dos imóveis aumentavam, fazendo com que passassem dificuldades em função dos reajustes em suas hipotecas.

Com o mercado aquecido, os gastos com construção residencial nos Estados Unidos passaram de pouco menos de US\$ 400 bilhões em janeiro de 2001 para US\$ 683 bilhões em fevereiro de 2006 (Gráfico 4). A gravidade da crise é representada pela queda deste gasto nos meses subsequentes: foi uma queda de US\$ 330 bilhões, cerca de 2,5% do PIB dos Estados Unidos, com gasto cada vez menores, chegando a US\$ 351 bilhões em agosto de 2008.

Gráfico 4 - Gastos em Construção Residencial nos EUA (2001–2008)

(Dados Mensais Anualizados até Agosto de 2008)



Fonte: Bloomberg, retirado da Revista do BNDES, 2008

Este ciclo de prosperidade no qual os tomadores dos empréstimos hipotecários podiam refinanciar suas hipotecas, aproveitando os juros baixos e as facilidades dadas pelos financiadores durou até 2006, quando as taxas de juros finalmente elevaram-se, tendo uma contrapartida apenas em 2007 com a queda dos preços dos imóveis. Segundo (JÚNIOR e FILHO, 2008, p. 139):

Todavia, as possibilidades de manutenção desse ciclo imobiliário expansionista deixaram de existir na medida em que a taxa básica de juros

norte-americana foi sendo gradativamente elevada, saindo do patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. A contraparte desse aperto monetário foi, a partir de 2007, uma sensível queda dos preços dos imóveis, que inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas e, ao mesmo tempo, provocou uma ampliação dos inadimplementos e execuções.

1.1.2 CDOs⁴

O mercado de crédito imobiliário em ascensão nos Estados Unidos no começo deste século cedeu espaço significativo para as operações de securitização das dívidas dos compradores de imóveis. Como citado anteriormente, as instituições financeiras adotaram o método Originação & Distribuição, concedendo os empréstimos e, posteriormente, “empacotando” os títulos securitizados e vendendo no mercado financeiro a instituições como *hedge funds*, fundos de pensão, corretoras de seguros, etc., distribuindo assim os riscos contidos nos títulos *subprime*.

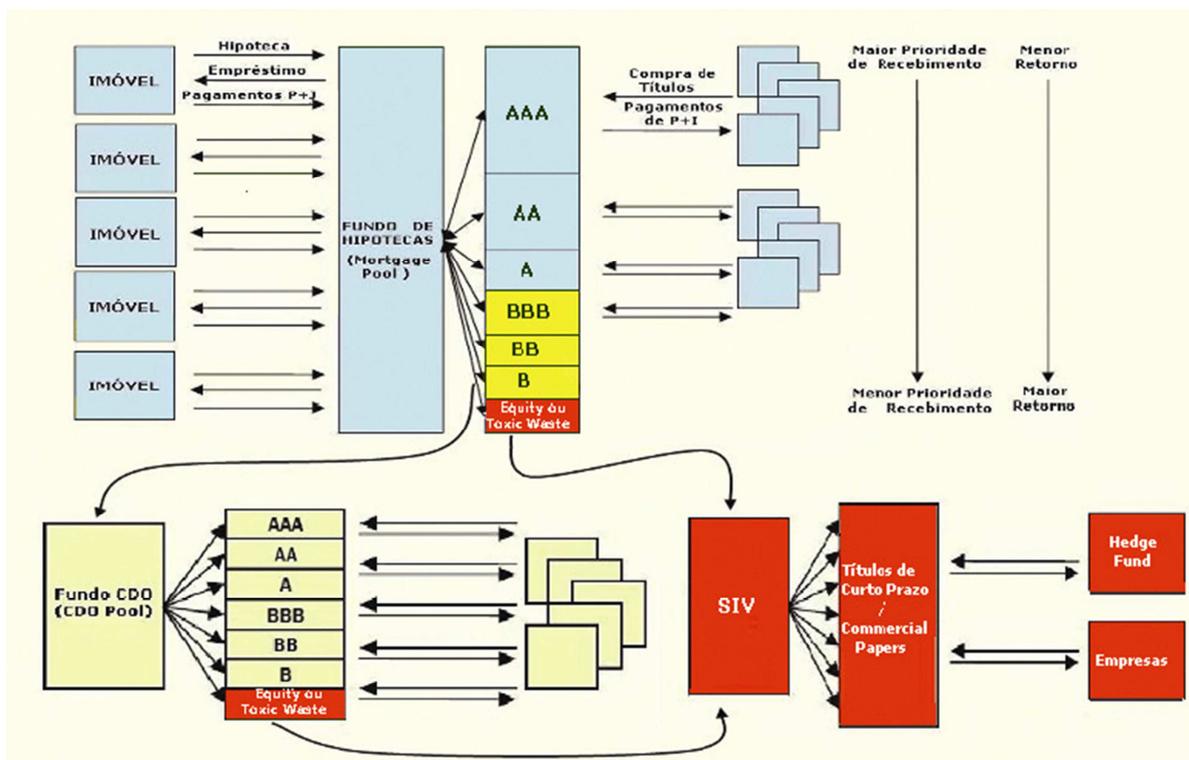
A Figura 1 mostra um esquema estilizado da engenharia financeira utilizada desde a concessão das hipotecas até, e principalmente, o repasse destes créditos a terceiros. O processo começava com a transferência de diferentes contratos de hipotecas para um único fundo de investimentos, o *mortgage pool*. Este fundo emitia tranches de classes diferentes, cada uma com uma taxa de retorno tanto maior quanto maior o risco ao qual seus cotistas estavam expostos. O tamanho e o risco-retorno de cada tranche era calculado através de modelos estatísticos aprovados pelas principais empresas de classificação de riscos – Standard and Poor’s, Moody’s, etc.

A parcela que assumiria as primeiras perdas com atrasos ou inadimplências era chamada de *Equity* ou *Toxic Waste* (Lixo Tóxico). Estas cotas pagavam as maiores taxas de retorno e serviam como amortecedores do risco para as cotas com melhor classificação. Se os prejuízos se tornassem superiores ao montante investido como *Equity*, o excedente passava a ser automaticamente de responsabilidade dos investidores da classe de risco imediatamente superior, com rating “B”, e assim sucessivamente. Finalmente, as tranches com rating A, AA e AAA eram classes de investimento extremamente seguras. Seus

⁴ *Collateralized debt obligations*. São combinações de diversos derivativos, distribuídos em tranches de acordo com seu risco. As tranches mais altas têm prioridade no pagamento aos detentores dos títulos, embora o retorno seja menor. As tranches mais baixas são as últimas a receber os pagamentos, pagando taxas elevadas devido ao alto risco de inadimplência.

cotistas sofreriam perdas apenas se todos os demais cotistas sofressem perdas integrais. Por isso, as taxas de retorno destas tranches mais seguras eram bem menores em relação às taxas com rating mais baixo.

Figura 1 - Esquema Estilizado de Securitização de Créditos *Subprime*



Fonte: Torres (2008)

As cotas de risco médio (B, BB e BBB) e alto (*Toxic Waste*) sofriam nova transformação financeira para melhorar suas classificações de risco, sendo utilizados derivativos de crédito para ajudar nessa transformação. As tranches de risco médio, representadas em amarelo na Figura 1, eram transferidas a um fundo CDO (*CDO pool*) junto com outros títulos de dívida, como recebíveis de cartões de créditos e financiamentos a automóveis, empréstimos estudantis e, também, outros investimentos imobiliários. Desta forma, um CDO de hipotecas residenciais podia ser composto por direitos sobre milhares de contratos, agrupados de diferentes formas, por meio dos mais diversos instrumentos (TORRES, 2008). Esses rearranjos eram feitos para que se diluísse o risco dessas hipotecas individualmente e, conseqüentemente, conseguisse uma classificação para as novas carteiras superior à dos ativos que as originaram. Fazendo isso, os bancos conseguiam que

75% das dívidas colocadas no CDO dessem lugar a novos títulos com classificação - dada pelas empresas especializadas em classificação de risco - superior à classificação dos ativos que constituíam a carteira. Com estas carteiras “mais seguras”, os bancos conseguiam crédito com taxas menores no mercado para financiar esta parte “menos nobre” dos *subprime*.

Quanto à tranche mais arriscada, chamada de Lixo Tóxico, a saída encontrada foi montar empresas específicas (os SIVs⁵) apenas para emitir títulos de curto prazo (*commercial papers*) usados para remunerar aplicações de caixa das empresas americanas. A dificuldade dos SIVs era o descasamento entre os prazos dos títulos que eles emitiam, os *commercial papers*, com prazo de 3 ou 6 meses, e os créditos que mantinham em carteira, que tinham vencimento em até 30 anos. Estes veículos estruturavam assim a combinação da elevada rentabilidade das cotas *Equity* (cotas de maior risco) com as taxas de juros reduzidas dos *commercial papers* que eles emitiam. “Para garantir aos investidores que as SIVs eram robustas, os bancos fundadores dessas empresas estendiam linhas de crédito que permitiam às SIV enfrentar dificuldades circunstanciais de liquidez” (TORRES, 2008, p. 7).

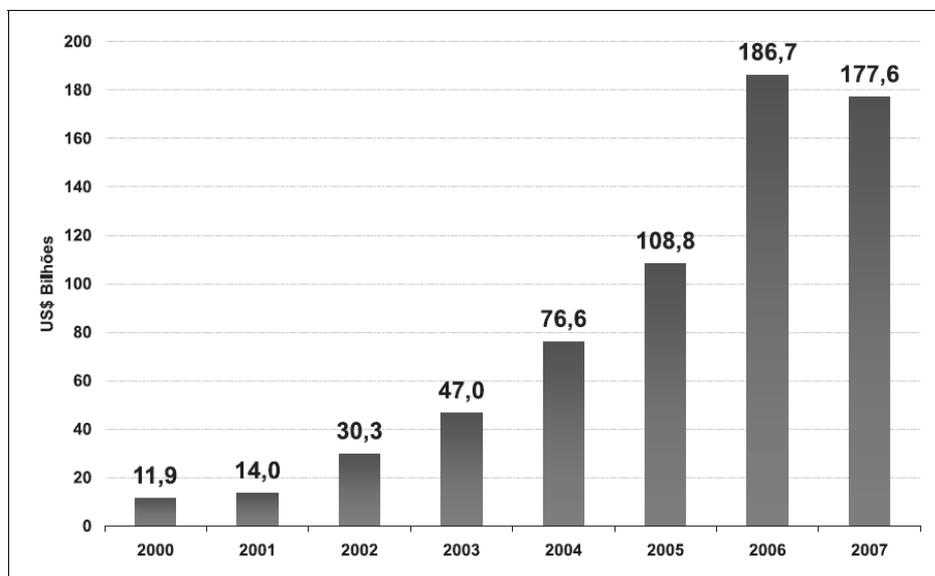
Como pode ser visto no Gráfico 5, o *boom* de novas emissões de CDOs ocorreu em 2006 e 2007, quando se passou de um patamar de aproximadamente US\$ 100 milhões em novas emissões de CDOs em 2005 para quase US\$ 190 milhões em 2006 e 2007. Estes CDOs continham todos os tipos de operações de crédito. As combinações eram tão “esotéricas”, como alguns analistas se referiam, que a única forma de os investidores diferenciarem a qualidade entre os diversos tipos de ativos era mediante o rating de cada um. Sendo assim, como muitos títulos com rating B, BB e BBB foram “re-empacotados” e voltaram ao mercado em CDOs com classificação A, os investidores que buscavam títulos seguros acabavam investindo nestes CDOs sem saber realmente a qualidade de cada ativo que compunha estas carteiras. De acordo com (CINTRA e CAGNIN, 2007, p. 319):

As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados em hipotecas *subprime* acabaram reclassificados como de excelente risco ou com grau de investimento. O re-empacotamento de hipotecas de alto risco, com a anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou suas aquisições pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos

⁵ *Structured investment vehicle*. Veículo de investimento estruturado, em uma tradução livre.

investidores institucionais, tais como fundos de pensão e as companhias de seguros, que observam as regras de prudência.

Gráfico 5 - Evolução das Novas Emissões de CDO (2000–2007)



Fonte: IEDI (2008)

Os autores (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 78-79)⁶ também ilustram esta situação:

Esse impressionante edifício de finanças estruturadas tinha alicerces precários. Ele dependia de uma prestidigitação: um punhado de títulos lastreados em hipotecas subprime com *rating* BBB seria reagrupado com outros títulos lastreados em hipotecas e então divididos em tranches: a tranche sênior – aproximadamente 80% do total dos ativos garantidores – ganhava o conceito AAA pelas agências de classificação. Nesse processo, os ativos podres eram transformados em títulos folheados a ouro, embora o lote de hipotecas que os garantisse fosse tão arriscado quanto antes.

A securitização atingiu níveis ainda mais bizarros de complexidade. Virou moda, por exemplo, pegar CDOs e combiná-los com outros CDOs e depois dividi-los em tranches. Esses CDOs de CDOs (as vezes chamados de CDOs²) empalideciam diante de produtos mais barrocos saídos dos laboratórios de Wall Street: CDOs de CDOs de CDOs, mais conhecidos como CDOs³; e CDOs

⁶ Nouriel Roubini é professor de economia na Stern School of Business da Universidade de Nova York. Atuou na Casa Branca e no Departamento do Tesouro dos Estados Unidos. Stephen Mihm é articulista de economia e história da *The New York Times Magazine* e do jornal *The Boston Globe*, entre outras publicações.

sintéticos, que reuniam diversos contratos de seguro contra o risco de inadimplência (*credit default swap*) para parecer um CDO. Alguns desses produtos mais esotéricos tinham bem mais de três tranches; não era incomum falar-se de cinquenta ou mesmo de cem tranches separadas, cada qual representando um nível de tolerância ao risco.

Ainda seguindo na análise de Roubini e Mihm, os autores mostram que nem toda a culpa pelos alicerces da crise deve cair sobre os engenheiros financeiros. As brechas na legislação de que as financeiras se utilizaram também devem receber crédito. “Risco moral” é o conceito chave para entender esta situação. Segundo (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 81):

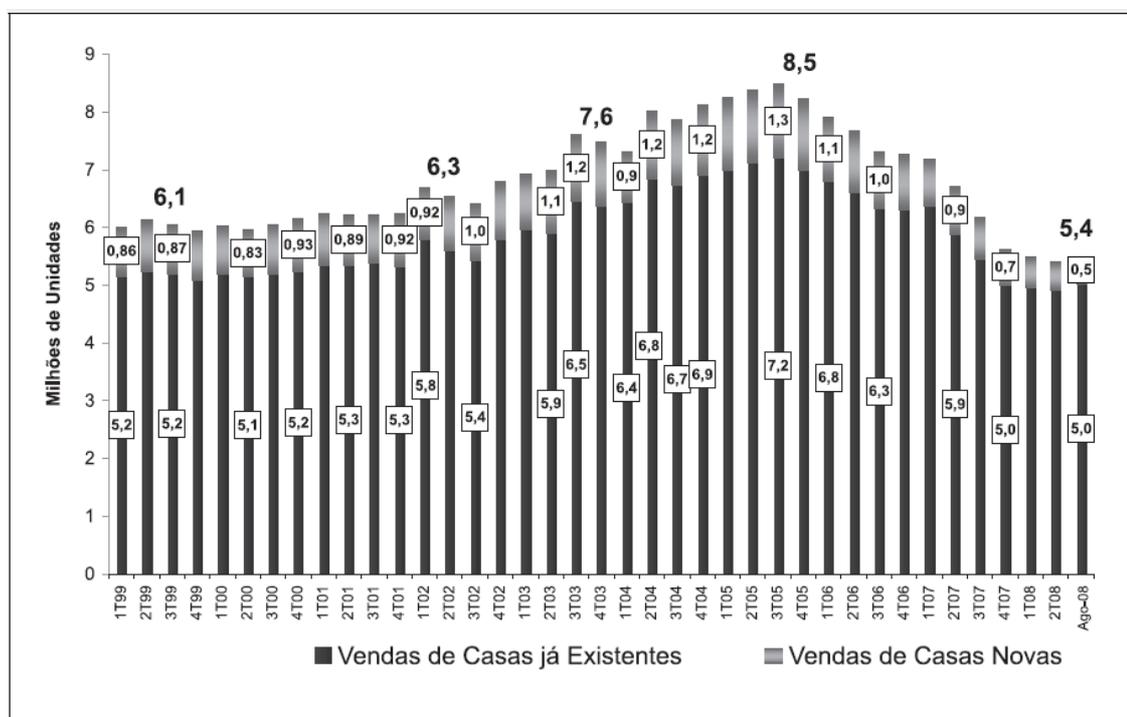
O risco moral teve um papel significativo na crise. Tomemos, por exemplo, a cadeia alimentar da securitização. O corretor hipotecário que intencionalmente comprou um “empréstimo de mentiroso” do banco recebe comissão pelo seu empenho, mas não tem nenhuma responsabilidade como o que acontecerá mais adiante com a hipoteca. Do mesmo modo, o corretor que faz enormes apostas em alguns CDOs é regamente recompensado se eles dão certo, mas raramente é punido se fracassam. Mesmo quando é despedido, ele recebe o saldo de todas as comissões que acumulou ao longo dos anos. A consequência de suas decisões torna-se um problema de outra pessoa – quer dizer, da empresa na qual ele era empregado.

1.2 DEFLAGRAÇÃO DA CRISE

A desaceleração do mercado imobiliário norte americano é o maior indicativo da deflagração da crise do *subprime*. Após atingir um pico de 8,5 milhões de imóveis vendidos no segundo trimestre de 2005, o mercado se viu em uma queda contínua, chegando em 5,4 milhões de imóveis vendidos em meados do terceiro trimestre de 2008 (dados trimestrais anualizados), o que representa uma queda de 36,5%. No caso das vendas de casas novas, a desaceleração foi ainda mais dramática, com uma queda de 61,5% entre os 1,3 milhões de imóveis novos vendidos no segundo trimestre de 2005 e os 0,5 milhões vendidos em meados do terceiro trimestre de 2008.

Gráfico 6 - Venda de Imóveis nos EUA (1999–2008)

(Dados Trimestrais Anualizados até Agosto de 2008)



Fonte: Bloomberg, retirado da Revista do BNDES, 2008

O acúmulo das prestações em atraso comprometeu não apenas as cotas *equity* pertencentes às SIVs, mas afetou também as tranches de menor risco que formavam o *CDO pool* (fundos CDO). Diante da falta de informações sobre o tamanho das perdas em curso, os investidores correram para resgatar suas aplicações nos fundos imobiliários e, ao mesmo tempo, pararam de renovar suas aplicações em *commercial papers* lastreados em ativos emitidos pelas SIVs. Esta situação acabou elevando suas taxas de captação em relação à taxa básica de juros da economia, indicando problemas de liquidez a curto prazo no sistema financeiro americano (JÚNIOR e FILHO, 2008).

Outra narrativa sobre o desmantelamento das estruturas de securitização é vista em (CINTRA e CAGNIN, 2007, p. 319):

O encolhimento do mercado imobiliário revelou aumento da inadimplência dos devedores de maior risco, com repercussões em todo o sistema financeiro global, dada as suas amplas ramificações. Revelou-se ainda que em torno de 90% das hipotecas *subprime* envolveram algum tipo de fraude. Mais da metade dos tomadores superestimaram em mais de 50% suas rendas. Os agentes financeiros falsificaram informações no sistema eletrônico de pontuação (*credit*

score) a fim de possibilitar a operação e embolsar suas comissões. Diante da promessa de ganhos ilimitados, a “ganância infecciosa” frequentemente tende a prevalecer sobre a prudência.

Esta situação expôs os grandes bancos americanos e europeus ao risco imobiliário, pois as SIVs passaram a usar as linhas de crédito que mantinham com estes bancos, transferindo, na prática, parte dos prejuízos. Alguns fundos de *hedge*, administrados por grandes bancos, suspenderam os resgates de seus cotistas.

Com os custos de captação dos bancos se elevando, inclusive no mercado interbancário, restringindo severamente a liquidez entre os bancos, os Bancos Centrais se viram obrigados a realizar sua intervenção no mercado, oferecendo liquidez com taxas mais baixas até mesmo para instituições com carteiras de crédito problemáticas.

Até outubro, por exemplo, os prejuízos trazidos a público relacionados à crise do *subprime* alcançavam cerca de US\$ 660 bilhões, como mostrado na Tabela 1. As perdas se concentraram em alguns grandes bancos internacionais: os cinco bancos mais afetados, Wachovia, Citigroup, Merrill Lynch, Washington Mutual e UBS, foram responsáveis por mais de US\$ 310 bilhões em perdas, ou seja, aproximadamente 50% do total anunciado até outubro de 2008.

Com a deflação de ativos que estava ocorrendo e a consequente desvalorização do valor de mercado dos bancos mais prejudicados pelos ativos podres, muitos investidores institucionais, entre eles fundos soberanos, viram uma oportunidade de investimento, aportando capital nestas instituições desvalorizadas. Como mostra o Gráfico 7, no Citigroup, maior banco norte-americano em volume de ativos, a desvalorização chega a mais de 70% em relação as cotações de julho de 2007. Já no Wachovia, quarto maior banco americano, a perda de valor de mercado chega a mais de 80%, também comparando com as cotações de julho de 2007.

Apesar dos aportes dos investidores institucionais ajudarem os bancos a terem algum fôlego na situação turbulenta na qual se encontravam, a falta de liquidez no sistema exigiu diversas intervenções do FED. Como mostra o Gráfico 8, o ativo total do FED, além de elevar-se consideravelmente em setembro e outubro de 2008, teve sua composição alterada de forma marcante. Em agosto de 2007, no início da crise, o valor total dos ativos do FED era de US\$ 0,9 trilhão. Em outubro de 2008 este valor já havia subido para US\$ 1,79 trilhão. Em apenas dois meses – setembro e outubro de 2008 – os ativos totais elevaram-se mais de 90%. Quanto à composição do ativo da autoridade monetária norte-americana, a

participação dos Títulos do tesouro americano no total dos ativos do FED reduziu-se, entre agosto de 2008 e meados de outubro de 2008, de 87% para 26,6%, enquanto os créditos ao setor privado se ampliaram de 3% para 45% (JÚNIOR e FILHO, 2008).

Tabela 1 - Perdas Anunciadas com a Crise do *Subprime*

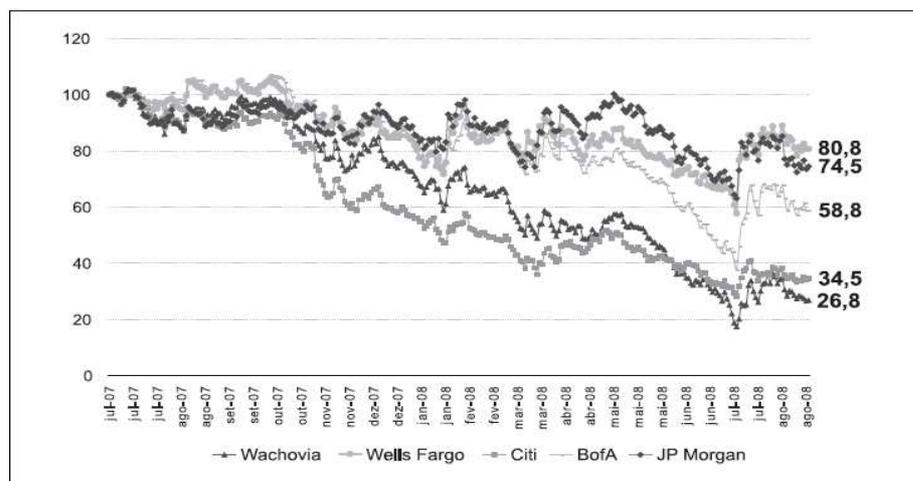
(Em US\$ Bilhões)

	BAIXAS CONTÁBEIS	APORTES DE CAPITAL
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Citigroup	68,1	74,0
Merrill Lynch	58,1	29,9
Washington Mutual	45,6	12,1
UBS	44,2	32,2
HSBC	27,4	5,1
Bank of America	27,4	55,7
JPMorgan Chase	20,5	44,7
Wells Fargo & Company	17,7	30,8
Morgan Stanley	15,7	24,6
Lehman Brothers	13,8	13,0
IKB Deutsche	13,8	11,3
Royal Bank of Scotland	13,6	57,0
Deutsche Bank	9,7	5,9
Credit Suisse	10,0	3,0
Outros	275,3	236,0
Total	660,9	635,3

Fonte: Bloomberg, retirado da Revista do BNDES, 2008

Gráfico 7 - Evolução do Valor de Mercado dos Principais Bancos Comerciais Americanos

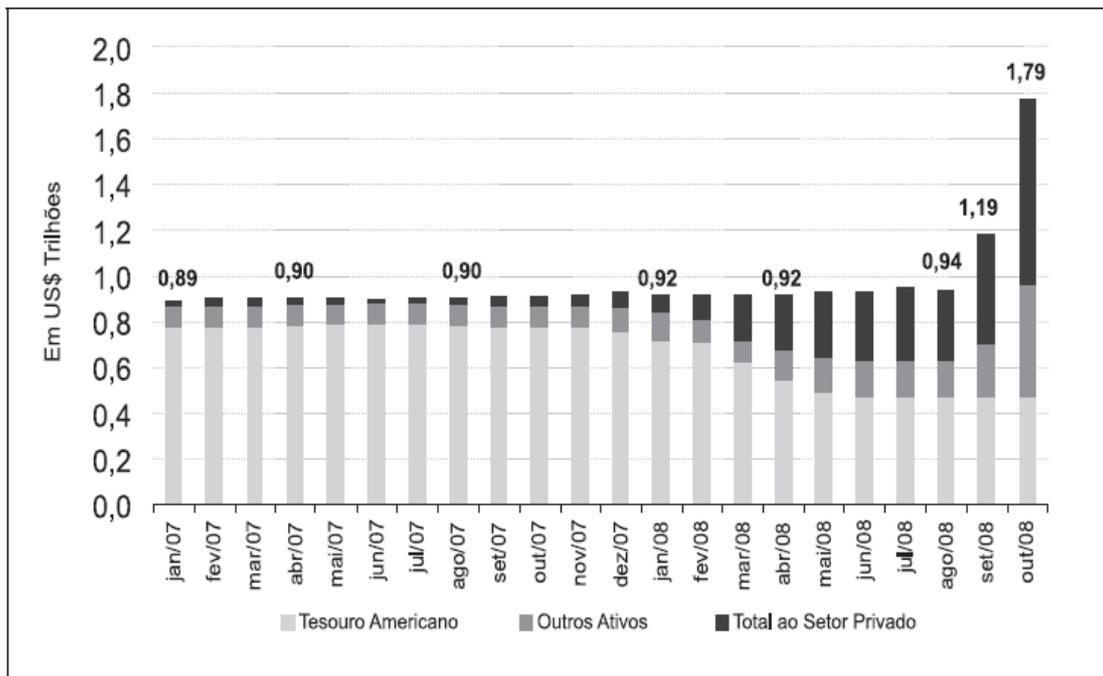
(jul./07) = 100



Fonte: Bloomberg, retirado da Revista do BNDES, 2008

Gráfico 8 - Composição dos Ativos Totais do FED

(Dados até Meados de Outubro de 2008)



Fonte: FED, retirado da Revista do BNDES, 2008

Desde o final de 2007 e durante todo o ano de 2008 o FED tentou diversas formas de injeção de liquidez na economia, porém, com os bancos cada vez mais desvalorizados e sem confiança para realizar investimentos, o FED participava cada vez mais como promotor de liquidez no sistema. Conforme (JÚNIOR e FILHO, 2008, p. 155):

Contudo, todas estas medidas de liquidez tornaram-se insuficientes diante do pânico que tomou conta dos mercados a partir da quebra do banco de investimento Lehman Brothers – evento catalisador do processo de agravamento da crise. Após esse episódio, o FED não apenas estendeu algumas de suas linhas de crédito para instituições não depositárias, mas realizou a operação de salvamento da AIG – maior seguradora dos Estados Unidos, e criou uma linha direta para a compra de *commercial papers* das empresas norte americanas. O Tesouro dos EUA preparou, também, um pacote de US\$ 700 bilhões para a compra de ativos ilíquidos das instituições financeiras, os quais, em parte, serão utilizados para a aquisição de ações preferenciais dos principais bancos do país, em um processo parcial de nacionalização do sistema financeiro.

1.3 EFEITOS INTERNACIONAIS DA CRISE

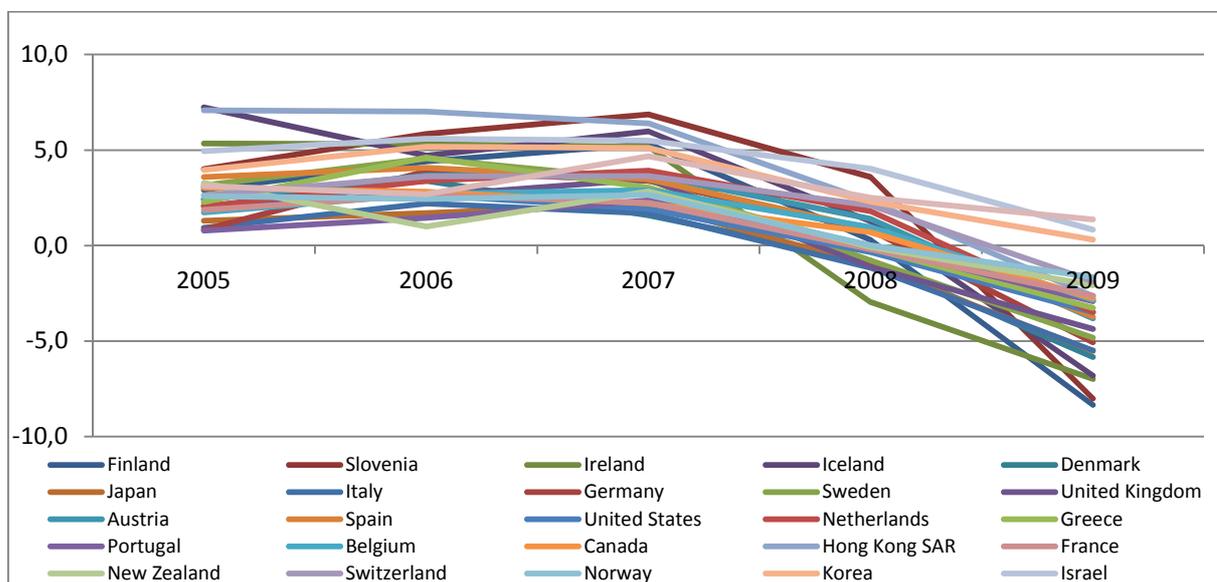
A crise do *subprime* teve sua origem no mercado imobiliário norte americano, mas se tornou uma epidemia mundial devido a grandiosa ramificação criada para distribuir os títulos de dívida dos compradores de imóveis. A partir de 2008, o mundo como um todo começou a sentir os efeitos da desmontagem da estrutura de securitização dos títulos podres baseados em dívidas que os contratantes não conseguiram honrar.

Como mostra o Gráfico 9, todos os países desenvolvidos sentiram os efeitos da crise. Quase todos sofreram redução de seu produto doméstico no ano de 2009. Finlândia e Eslovênia, por exemplo, sofreram queda de mais de 8% em seus respectivos PIBs em 2009.

A Tabela 2 mostra a variação do PIB de vinte economias desenvolvidas, ordenadas de forma crescente em relação à variação do PIB no ano de 2009.

Gráfico 9 - Variação anual do PIB nos países desenvolvidos

(Valores em %)



Fonte: elaboração própria, com base em dados do FMI.

Tabela 2- Variação anual do PIB nos países desenvolvidos

(Valores em %)

Country	2005	2006	2007	2008	2009
Finland	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,4
Slovenia	4,0	5,9	6,9	3,6	-8,0
Ireland	5,3	5,3	5,2	-3,0	-7,0
Iceland	7,2	4,7	6,0	1,3	-6,8
Denmark	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8
Japan	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5
Italy	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5
Germany	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1
Sweden	3,2	4,6	3,4	-0,8	-4,8
United Kingdom	2,1	2,6	3,5	-1,1	-4,4
Austria	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8
Spain	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7
United States	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5
Netherlands	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,5
Greece	2,3	4,6	3,0	-0,1	-3,3
Portugal	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9
Belgium	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8
Canada	3,0	2,8	2,2	0,7	-2,8
Hong Kong SAR	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,6
France	1,9	2,7	2,2	-0,2	-2,6

Fonte: elaboração própria, com base em dados do FMI.

Outros dois índices ajudam a ilustrar esse efeito grandioso que a crise financeira do mercado imobiliário norte americano disseminou mundo afora. O primeiro é a taxa de desemprego nos países desenvolvidos. Como mostra a Tabela 3, em 2009, a taxa de desemprego aumentou em todos os vinte países observados, onde Espanha e Irlanda se destacam pelas altas taxas apresentadas. A Islândia, que mantinha um histórico de taxas de desemprego abaixo dos 2%, passou para 8% de sua força de trabalho desempregada já em 2009.

O segundo indicador importante para medir o efeito da crise do *subprime* nas economias desenvolvidas é a variação do volume de importação de bens e serviços por estes países. Como mostra a Tabela 4, a queda do volume de importações de bens e serviços pelos vinte países demonstrados é de, no mínimo, aproximadamente 10% (9,6% na Holanda). A Islândia sofre com a retração econômica desde 2008, quando já decresce

Tabela 3 - Taxa de desemprego (diversos países)

(% do total da força de trabalho)

Country	2005	2006	2007	2008	2009
Spain	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0
Ireland	4,4	4,4	4,6	6,3	11,8
France	9,3	9,2	8,4	7,8	9,5
Portugal	7,6	7,7	8,0	7,6	9,5
Greece	9,9	8,9	8,3	7,7	9,4
United States	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3
Sweden	7,6	7,0	6,1	6,2	8,3
Canada	6,8	6,3	6,1	6,2	8,3
Finland	8,4	7,7	6,9	6,4	8,2
Iceland	2,1	1,3	1,0	1,6	8,0
Belgium	8,5	8,3	7,5	7,0	7,9
Italy	7,7	6,8	6,1	6,8	7,8
Germany	11,2	10,2	8,8	7,6	7,7
Israel	9,0	8,4	7,3	6,2	7,6
United Kingdom	4,8	5,4	5,4	5,6	7,5
New Zealand	3,8	3,8	3,7	4,2	6,1
Denmark	4,8	3,9	3,8	3,4	6,1
Slovenia	6,5	6,0	4,9	4,4	5,9
Australia	5,1	4,8	4,4	4,3	5,6
Hong Kong SAR	5,6	4,8	4,0	3,5	5,2

Fonte: elaboração própria, com base em dados do FMI.

seu nível de importações em 18,4% em relação ao ano de 2007, mostrando que é um dos países que mais sofreu com o desmoronamento dos empréstimos securitizados. Outras economias vinham evoluindo ano após ano o volume de suas importações, como a Grécia, Eslovênia, Finlândia, Canadá, Dinamarca, França, Noruega, mas no ano de 2009 seguiram o ritmo da retração, derrubando suas importações.

Existem muitos outros indicadores que ilustram os efeitos negativos que a crise financeira de 2008 trouxe para quase todo o mundo. Os países que sofreram de forma mais severa são os que tinham relações diretas com o mercado dos títulos *subprime*.

Outros países, como é o caso do próprio Brasil, que não estavam expostos diretamente a este mercado, acabaram sendo abalados pela retração dos países desenvolvidos, que resgataram grande parte dos seus investimentos no exterior, levando o dinheiro para suas matrizes e tornando o mercado extremamente ilíquido. Com o clima de desconfiança do

Tabela 4 - Volume de importações de bens e serviços (diversos países)

(Variação %)

Country	2005	2006	2007	2008	2009
Iceland	29,3	11,3	-1,5	-18,4	-24,0
Greece	-1,5	10,8	14,6	3,3	-20,2
Slovenia	6,7	12,2	16,7	3,7	-19,6
Spain	7,7	10,2	8,0	-5,2	-17,2
Finland	11,4	7,9	7,0	7,5	-16,4
Japan	4,2	4,5	2,3	0,3	-15,7
New Zealand	5,4	-2,5	8,9	3,0	-15,0
Austria	6,4	5,2	7,1	0,0	-13,8
United States	6,1	6,1	2,4	-2,7	-13,6
Canada	7,1	4,9	5,9	1,5	-13,4
Italy	3,5	7,9	5,2	-3,0	-13,4
Sweden	7,3	9,5	9,2	2,4	-13,0
Israel	2,8	0,8	10,0	3,8	-13,0
Norway	7,8	9,2	10,1	4,1	-12,7
Portugal	-2,1	2,4	7,2	5,2	-12,7
United Kingdom	7,4	10,2	-0,9	-1,2	-12,2
Belgium	6,6	5,3	5,5	-1,8	-11,9
Denmark	11,1	13,4	4,3	3,3	-11,6
France	5,8	5,5	5,5	0,6	-10,6
Netherlands	5,5	8,2	6,0	1,5	-9,6

Fonte: elaboração própria, com base em dados do FMI.

mercado, quem tinha recursos não queria investi-los, o que é mais um motivo para o travamento da dinâmica econômica a partir de 2008. Assim, os governos dos países entraram em cena como promotores de liquidez, injetando recursos diretamente na economia, aumentando, portanto, seus gastos, seja na forma de empréstimos para empresas ou através da política monetária, baixando juros para estimular a tomada de empréstimos e baratear os investimentos, tornando-os mais atrativos.

2 O CENÁRIO BRASILEIRO NO CONTEXTO DA CRISE

A crise financeira internacional de 2008 impactou a economia brasileira em meio a uma fase de contínua expansão, acumulando trimestres em sequência de crescimento. Diversos indicadores serão apresentados ao longo deste capítulo para ilustrar esta fase, tais como volume de operações de crédito, taxa de juros, evolução do spread bancário e taxa de inadimplência, que mostram que a economia brasileira vinha em tendência de melhora em todos os indicadores até a deflagração da crise, no final de 2008, quando os bancos reagem tanto às condições externas (cenário internacional), quanto à desconfiança interna em relação ao que aconteceria com a economia brasileira.

Para estudar a relação entre o comportamento bancário e o crescimento do PIB, que será calculada no próximo capítulo, é necessário analisar os dados referentes ao nível de crédito com recursos livres, isto é, o montante de recursos que os bancos podem investir como quiserem, diferentemente dos chamados recursos direcionados, que são recursos destinados a atividades indicadas pelo governo, como habitação, setor agrícola, infraestrutura (setores geralmente de baixo retorno e longo prazo de maturação).

Neste capítulo, portanto, serão discutidas as políticas de governo para reagir aos impactos da recessão externa no mercado nacional, seus reflexos no mercado de crédito, tanto para os recursos livres quanto para os direcionados, e também em outros diversos indicadores supracitados, além de analisar o comportamento do PIB no período 2008-2009, auge dos efeitos da crise econômica no país.

2.1 O MERCADO DE CRÉDITO

2.1.1 Impacto da Deflagração da Crise no Brasil

O Brasil foi impactado pela recessão internacional, datada da quebra do banco de investimento norte-americano Lehman Brothers, em outubro de 2008, quando vinha de uma sequência de seis semestres de forte crescimento econômico – o então presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva, chegou a dizer que “lá (nos EUA), ela é um tsunami; aqui, se ela chegar, vai ser uma marolinha que não dá nem pra esquiar” (GALHARDO,

2008). Neste cenário, para que se possa produzir mais, as empresas acabam investindo mais, e as que não possuem caixa suficiente para investir com recursos próprios, necessitam recorrer aos bancos para conseguir estes valores e continuar expandindo seu processo de produção. A crise internacional, então, entrou em cena em um momento em que as empresas, de um modo geral, precisavam de crédito para manter seu nível de produção (equipamento, pessoal, etc.), e que havia uma movimentação ascendente das taxas de juros, puxada pela taxa Selic, visando conter uma possível pressão inflacionária advinda do bom momento econômico, com uma demanda aquecida. A recessão externa, que afeta vários bancos (e demais empresas, principalmente exportadoras) no Brasil, já transmitia sinais de preocupação logo no início de outubro de 2008. Em (LANDIM, 2008), em entrevista com o ex-secretário de política econômica do Ministério da Fazenda José Roberto Mendonça de Barros, este diz que “as implicações para o Brasil são volatilidade e um brutal aperto de crédito, sem precedentes”. Sobre os impactos da crise no Brasil, ele projetou que “o fato mais importante para o Brasil no cenário mais ou menos ou no ruim (...) é o oxigênio do crédito. Especialmente porque estamos num momento que segue seis semestres de crescimento em aceleração”. Por fim, perguntado sobre o investimento, Mendonça de Barros diz que os projetos já implementados pelas empresas serão tocados, já os que estão ainda na prancheta param até que a situação melhore.

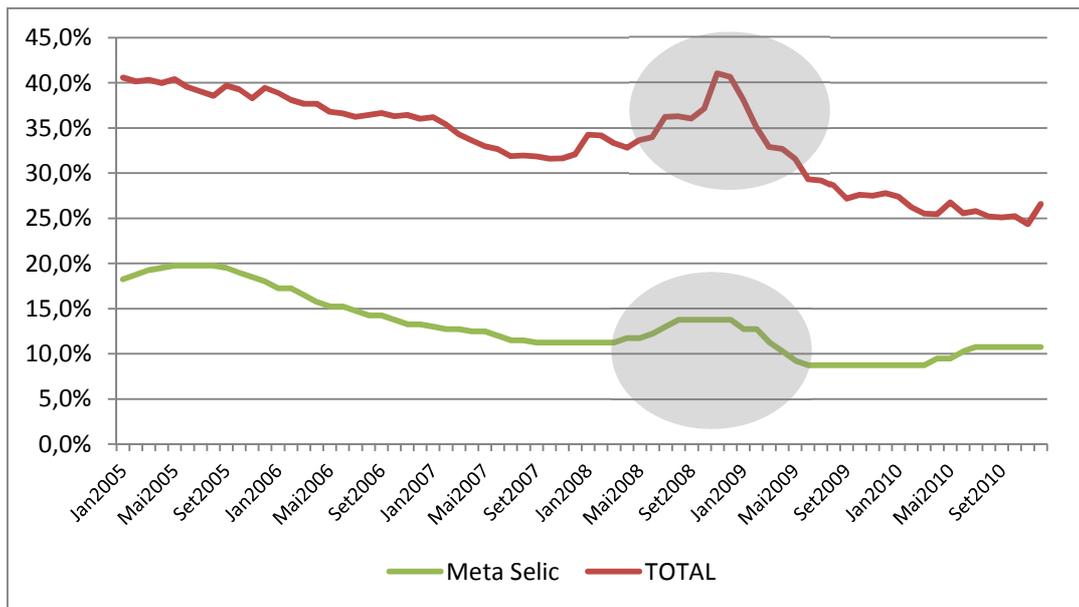
Em (GUIMARÃES, 2008), encontra-se uma narrativa das relações entre taxa Selic (Gráfico 10), inflação e a deflagração da crise:

O pesado contágio da crise externa conseguiu, em menos de um mês, o que a política monetária do Banco Central vinha perseguindo há meses, sem sucesso: neutralizar as pressões inflacionárias que perambulavam livres pelo desbloqueado canal do crédito. O ciclo de alta da Selic, que de abril a setembro elevou a taxa de 11,25% para 13,75%, afetou suavemente apenas o canal das expectativas, enquanto o estouro da bolha de commodities tratava de derrubar os índices de inflação corrente. O canal do crédito persistia inabalável. Tudo mudou depois que, em meados de setembro, a quebra do Lehman Brothers reduziu a oferta de crédito externo para o Brasil.

Esse evento traumático desencadeou um movimento de valorização do dólar que tornou desastrosas as operações com derivativos feitas por exportadoras. Estes negócios produziram uma bola de neve cambial cujo resultado foi uma má valorização cambial. O terremoto no câmbio e a

redução de linhas externas promoveram um empoçamento de liquidez no sistema bancário nacional. Os grandes bancos giram o caixa no overnight, ganham quase 14% sem fazer nada, enquanto os pequenos e médios enfrentam dificuldades em chegar ao fim do dia. Toda a estrutura de crédito interno se alterou em menos de um mês, de tal sorte que, quando há financiamento, ele está mais curto e caro.

Gráfico 10 - Taxa Selic e taxa de juros prefixados de mercado



Fonte: Banco Central do Brasil

O Gráfico 10 mostra também as taxas de juros praticadas pelos bancos, taxas estas prefixadas, seguindo a tendência da Selic, tanto na alta, durante o ano de 2008, quanto na baixa, a partir do final deste ano.

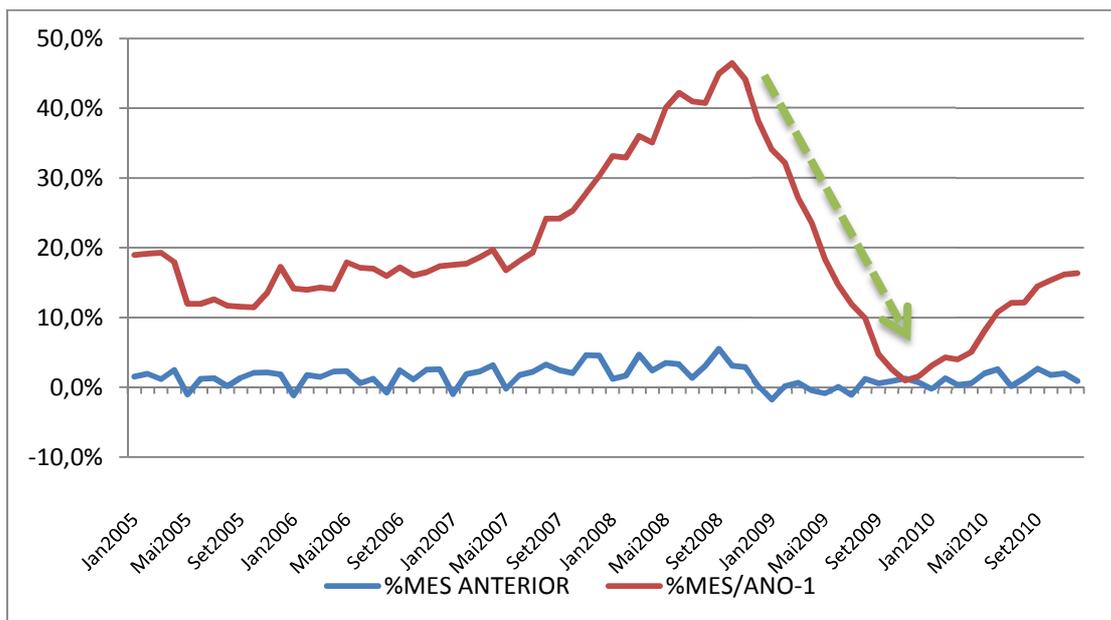
Quem enfrentou extrema dificuldade com o chamado empoçamento de liquidez interna e externa foram os bancos pequenos e médios, que necessitam do mercado de crédito para sobreviver. Sabendo disso, o governo brasileiro pôs em prática diversas políticas de incentivo à compra das carteiras dos bancos pequenos e médios pelos grandes bancos. As principais medidas do Banco Central neste sentido eram através da liberação de parte do compulsório que os grandes bancos depositariam no BC. Os tipos de negócio mais adotados pelos associados da ABBC – Associação Brasileira de Bancos -, que, em 2008, congregava 84 bancos médios e pequenos eram: cessão de carteira (instrumento mais usado pelos associados para irrigar o caixa); operações de *joint-venture*, nas quais os bancos encontravam sócios para injetar recursos nas instituições; e acordos operacionais

entre bancos e investidores institucionais, inclusive estrangeiros, que quisessem participar do crescimento de uma carteira específica do banco emprestando *funding* e participando da lucratividade da carteira (DURÃO, 2008). (FREITAS, 2009, p. 131) comenta a disputa de recursos no mercado interno a partir do momento difícil do mercado externo, deflação de ativos e escassez de crédito, e das políticas do governo brasileiro afim de evitar uma possível pressão inflacionária:

(...), a elevação da meta da Selic a partir de abril, reforçou esta disputa por recursos no mercado doméstico de capitais. Ao ampliar a rentabilidade dos títulos públicos federais, a alta da taxa básica de juros desencadeou a realocação das carteiras de aplicações financeiras, notadamente dos investidores institucionais, em detrimento das ações e dos títulos de dívida privada, acarretando aumento do custo de captação das empresas e dos bancos, sobretudo os de médio e pequeno portes. Para as empresas menores, a captação de recursos mediante a emissão de títulos privados tornou-se ainda mais difícil com a deterioração das condições financeiras internacionais, dado que, com a falta de crédito externo, as grandes empresas, brasileiras e multinacionais, passaram a captar no mercado doméstico, ampliando a concorrência pelos recursos disponíveis.

Gráfico 11 – Evolução do nível de crédito - Pessoa Jurídica

Variação Percentual



Fonte: Banco Central do Brasil

O Gráfico 11 mostra a evolução do nível de crédito para pessoa jurídica, segmento mais afetado pela crise. Na comparação do mês com o mês anterior, nota-se desaceleração no final de 2008 e relativa estagnação do início até um pouco depois da metade do ano de 2009. Já na análise que compara o mês com o mesmo mês no ano anterior, destaca-se a desaceleração do crescimento a partir de outubro de 2008, quando atinge o pico de crescimento, até novembro de 2009, quando atinge o crescimento mais baixo da série, apenas 1% em relação a novembro de 2008.

Mais um fator que incentivava os bancos a não emprestarem, contribuindo para o empocamento da liquidez, era que, com a meta Selic em alta, se tornava vantajoso adquirir títulos públicos, que pagavam 13,75% ao ano. A esta taxa, os grandes bancos rebalancearam suas carteiras aumentando a participação destes títulos *risk free*. Mesmo em situações de possibilidade de compra de carteiras de outros bancos menores ou outros investimentos, os bancos preferiam a qualidade de investimento e não se arriscavam, preferindo o rendimento da Selic a um possível ganho mais elevado, porém com algum nível de risco. Os bancos de menor porte não tinham esta opção, pois lhes faltavam fontes de recursos para manterem suas principais operações, ou seja, estes bancos menores estavam sofrendo ainda mais com o empocamento da liquidez.

Como reflexo da crise no mercado de crédito brasileiro, outros fatores mostram claramente o impacto da turbulência no mercado nacional desde o final de 2008. O Gráfico 12 mostra que a taxa de inadimplência⁷ para pessoa jurídica mais do que dobrou no intervalo de um ano, entre setembro de 2008 e setembro de 2009. Com a escassez de recursos financeiros no mercado, é de se imaginar que as empresas, principalmente as pequenas e médias, precisem rolar sua dívida de alguma forma, muitas vezes deixando de pagar alguns credores para poder ter caixa para continuar operando diariamente. A taxa de inadimplência para o total de pessoa jurídica passou, de 1,6% em setembro de 2008, para 4% em setembro e outubro de 2009. O spread bancário⁸ – diferença entre a taxa de captação de recursos e a taxa de aplicação dos mesmos pelos bancos – seguiu o *script*, aumentando conforme a crise foi se consolidando.

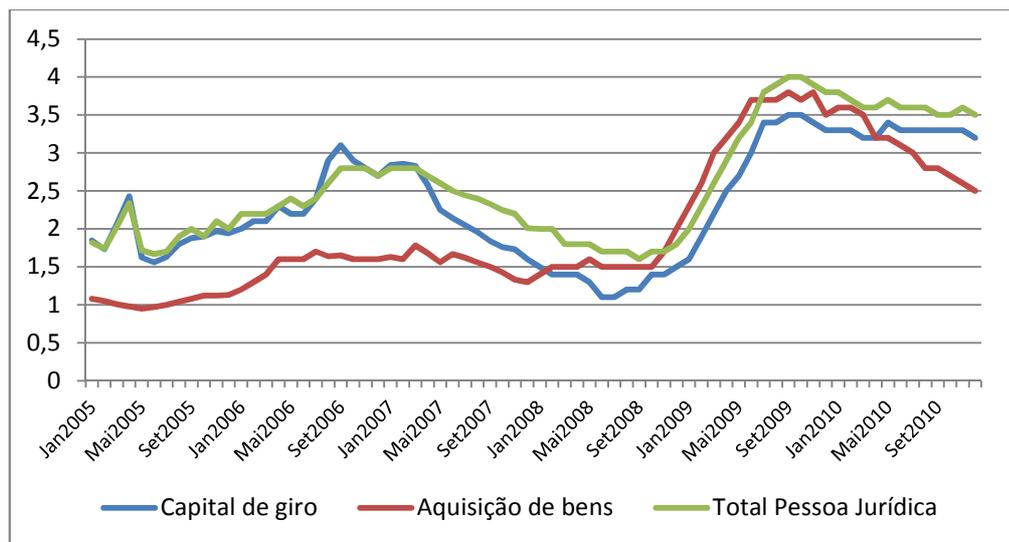
O Gráfico 13 ilustra esta relação, mostrando que, entre janeiro de 2008 e janeiro de 2009, a taxa cobrada pelos bancos aumentou 5,2% enquanto a taxa de captação elevou-se

⁷ Taxa de inadimplência para pessoa jurídica: percentual do saldo em atraso superior a 90 dias.

⁸ Spread bruto anual médio das operações de crédito com recursos livres (em pontos percentuais). O spread bruto é obtido pela diferença entre as taxas de aplicação e captação, sendo que a taxa de captação das operações pré-fixadas é a taxa do CDI.

apenas 0,3%, aumentando o spread bancário no período. Em janeiro de 2008, os bancos captavam a uma taxa média de 11,6% ao ano e aplicavam a uma taxa de 37,3%, representando 25,7% de spread bancário. Um ano depois, os bancos estavam captando os recursos a 11,9% ao ano e aplicando a taxa de 42,5%, ou seja, um spread de 30,6%.

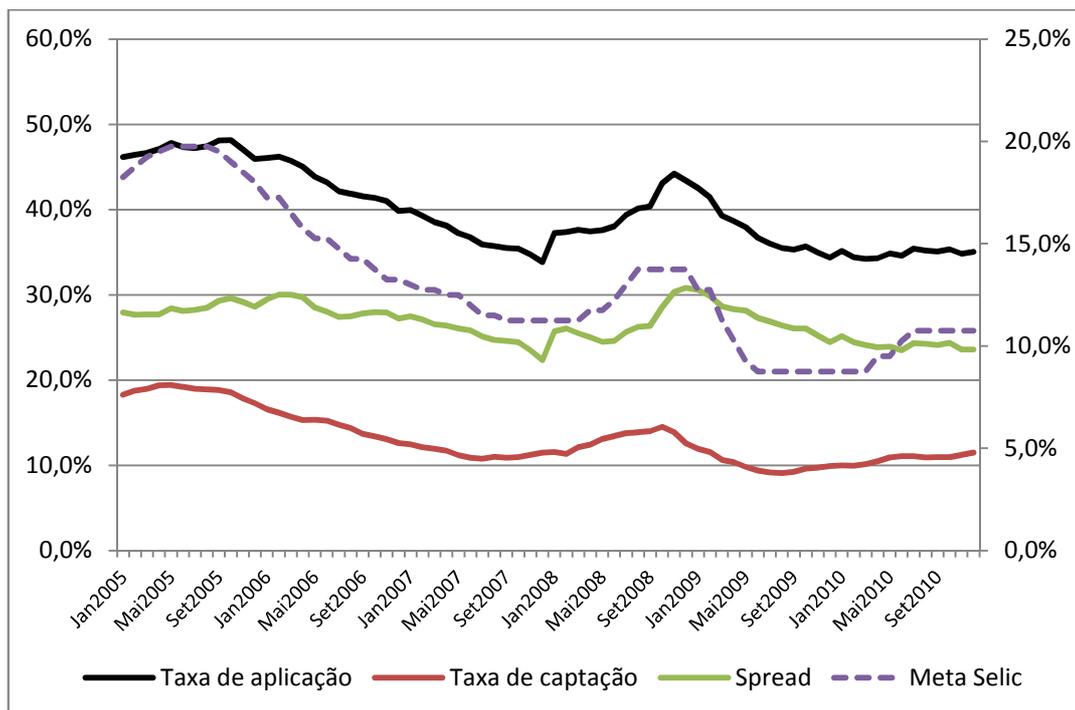
Gráfico 12- Taxa de Inadimplência - Pessoa Jurídica (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

Este é o cenário da economia brasileira quando da deflagração da crise, em outubro de 2008, com a quebra do Lehman Brothers. O final do ano de 2008 e início de 2009 foram períodos de extrema dificuldade, tanto para o governo brasileiro, que tentava de diversas formas incentivar os bancos a disponibilizarem crédito no mercado, para acabar com o empocamento da liquidez que estava ocorrendo, quanto para as empresas de uma forma geral, que não encontravam crédito devido à retração nacional e internacional do mercado de crédito. Os recursos disponíveis no mercado se encontravam com custos altos, visto que, até o início de 2009, a taxa Selic permanecia em nível elevado.

Gráfico 13 - Taxas de captação, aplicação e spread bancário (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

2.1.2 Fase de Recuperação

O final de ano em 2008 foi de extrema incerteza no mercado brasileiro. Ninguém conseguia projetar o quão devastadores seriam os efeitos da recessão mundial devido ao estouro da bolha imobiliária norte-americana. As empresas multinacionais recolhiam o máximo que podiam de suas filiais no Brasil, reduzindo, portanto, a operação destas subsidiárias; além disso, os juros altos beneficiavam os grandes bancos, que preferiam alocar seus recursos disponíveis para aplicação em títulos públicos, livres de risco, do que lançá-los no mercado e aumentar a liquidez do mesmo.

Para “salvar” o mercado doméstico da crise, o governo começou a tomar suas medidas de forma atrasada, conforme alguns autores. Segundo (ALMEIDA, 2010, p. 57):

(...) a redução de juros entrou em cena muito tarde. Apenas em janeiro de 2009 ocorreu a primeira redução da taxa básica, enquanto o agravamento da crise externa teve lugar, de forma dramática, em setembro de 2008. A taxa Selic cairia de 13,75% ao ano para 8,75% ao ano entre janeiro e julho de 2009. Como

há um intervalo de tempo entre a queda da taxa básica de juros e seus efeitos na atividade real, provavelmente a política de juros acelerou a recuperação da economia quando esta já estava em curso, vale dizer, em meados de 2009, sem ter sido em si um antídoto à crise ou um mecanismo primário promotor da reativação.

Mesmo com a gradativa redução da taxa de juros, os bancos mantiveram sua posição de se proteger dos riscos. Assim, o governo elegeu seus bancos – Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – como promotores da dinamicidade da economia brasileira. Conforme (ALMEIDA, 2010, p. 59):

A medida anticíclica mais destacada do nosso ponto de vista não veio nem da área fiscal, nem da política monetária ou de liquidez, a despeito da inegável relevância de cada uma delas. Veio, sim, da orientação que o governo transmitiu aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos. No início da crise o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total, percentual que subiria a 41% (percentual de fevereiro de 2010). No contexto em que os bancos privados contraíam os seus financiamentos, foi esse espaço ocupado pelos bancos públicos o determinante por não ter havido na economia uma crise de crédito entendida esta não somente como a contração do volume de financiamento concedidos, mas também como uma onda de falências de empresas e de liquidação de ativos.

Nos casos do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, a orientação do governo no sentido de que estas instituições ampliassem seus financiamentos encontrava correspondência em um grande crescimento da sua captação de recursos, dada a maior preferência do público em manter, no momento de crise, seus saldos de recursos junto aos bancos oficiais. No caso do BNDES, suas operações de crédito já vinham aumentando de forma acelerada antes da crise em função do *boom* de investimentos em grandes projetos que após uma ausência de mais de três décadas voltou a se apresentar na economia brasileira. Nesse caso, a orientação do governo foi não interromper o financiamento das inversões que de outra forma não seriam realizadas, dada a retração do crédito externo e doméstico e o refluxo que se observava no mercado brasileiro de capitais. Além disso, como já foi visto, o BNDES financiou oportunidades

abertas pela crise para aquisições e fusões sob o comando de empresas nacionais, no País e no exterior.

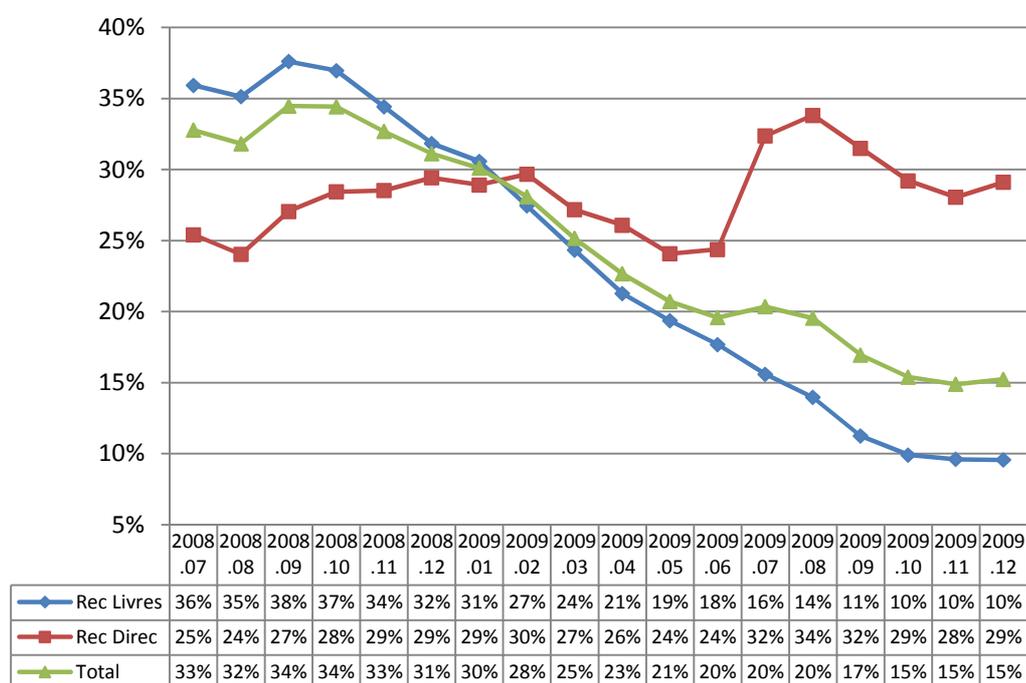
O Gráfico 14 mostra o comportamento das operações de crédito por tipo de recurso (recursos livres e recursos direcionados), comparando o mês com o mesmo mês no ano anterior. Pode-se perceber nitidamente que os financiamentos com recursos direcionados atuam de forma compensatória à queda dos financiamentos com recursos livres, isto é, nos últimos meses de 2008 há um crescimento de recursos direcionados no mercado, como citado acima, mas o destaque fica por conta do crescimento visto na metade do ano de 2009, quando a evolução destes recursos passa de 24% em junho de 2009 em relação a junho de 2008, para 32% em julho de 2009 em relação a julho de 2009, e 34% em julho, comparando com o mesmo mês no ano anterior. Já os financiamentos com recursos livres, que são os recursos livremente investidos pelos bancos, de acordo com suas próprias políticas, passaram de um crescimento de 38% em setembro de 2008 em relação a setembro de 2007, para um patamar de crescimento de apenas 10% em outubro de 2009 em comparação com outubro de 2008. De acordo com o Gráfico 14, no período de forte crescimento dos recursos direcionados, a série do total os recursos foi suavizada, mostrando o caráter compensatório da atuação dos bancos públicos no mercado de crédito brasileiro. Uma passagem de (IEDI - INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2010) ilustra este fato:

Em contraste, no grupo dos bancos públicos, houve expansão de 13,5% do crédito industrial, ancorada, sobretudo, nos desembolsos do BNDES, que viabilizaram a continuidade de projetos de investimentos deslanchados antes da crise (quando a economia brasileira encontrava-se numa fase de aceleração de seu crescimento), bem como supriu, ao menos em parte, as necessidades de capital de giro das empresas industriais (e dos demais setores) mediante um novo programa instituído no final de 2008 (Programa Especial de Crédito – PEC).

Ademais, Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF) atuaram de forma complementar ao BNDES no contexto de escassez de crédito privado, fornecendo empréstimos de curto prazo para o setor, a partir de recursos direcionados e também livres. Assim, ao contrário deste banco de fomento (que

Gráfico 14 - Saldo de operações de crédito por origem dos recursos

Taxa de Crescimento em relação ao mesmo mês do ano anterior (%)



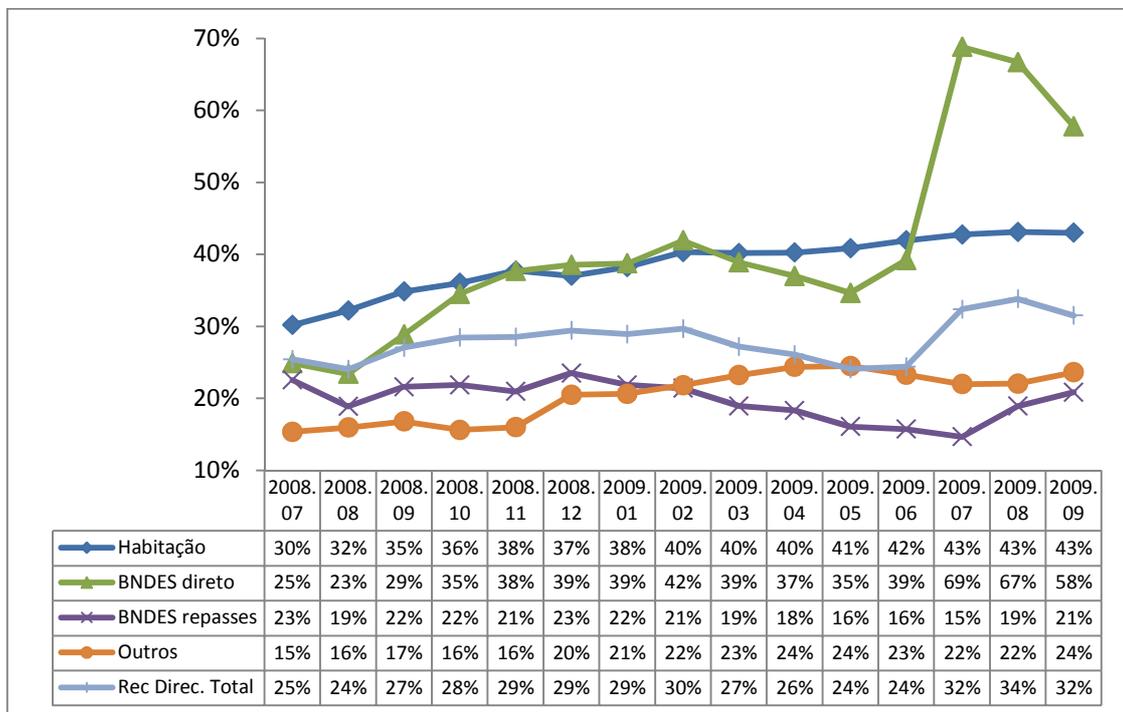
Fonte: Banco Central do Brasil

não capta depósitos do público, operando somente com o primeiro tipo de recurso), as operações destes dois bancos federais contribuíram, igualmente, para atenuar a desaceleração do segmento de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas (e também para pessoas físicas, com destaque para as operações de crédito habitacional da CEF). Com isso, as operações de crédito neste segmento expandiram 4,9% em termos reais, ritmo bem inferior ao apresentado pelo segmento de crédito direcionado (23,1%), mas que poderia ter sido ainda menor não fosse esta atuação.

O Gráfico 15 mostra a evolução dos saldos de operações de crédito com recursos direcionados, como no gráfico anterior, porém com uma abertura em tipo de destinação dos recursos: habitação, BNDES direto, BNDES repasses, outros, e total de recursos direcionados. Como grande destaque, o crescimento do item BNDES direto, que passa de um crescimento de 39% em junho de 2009 em relação a junho de 2008, para 69% em julho de 2009, em relação ao mesmo mês no ano anterior. Estes são recursos emprestados pelo BNDES às empresas que tinham iniciado seus projetos antes da crise - período em que o país experimentava crescimento econômico acelerado - que assombrou o país, secando os canais de crédito domésticos e externo.

Gráfico 15 - Saldo de operações de crédito com recursos direcionados

Taxa de Crescimento em relação ao mesmo mês do ano anterior (%)

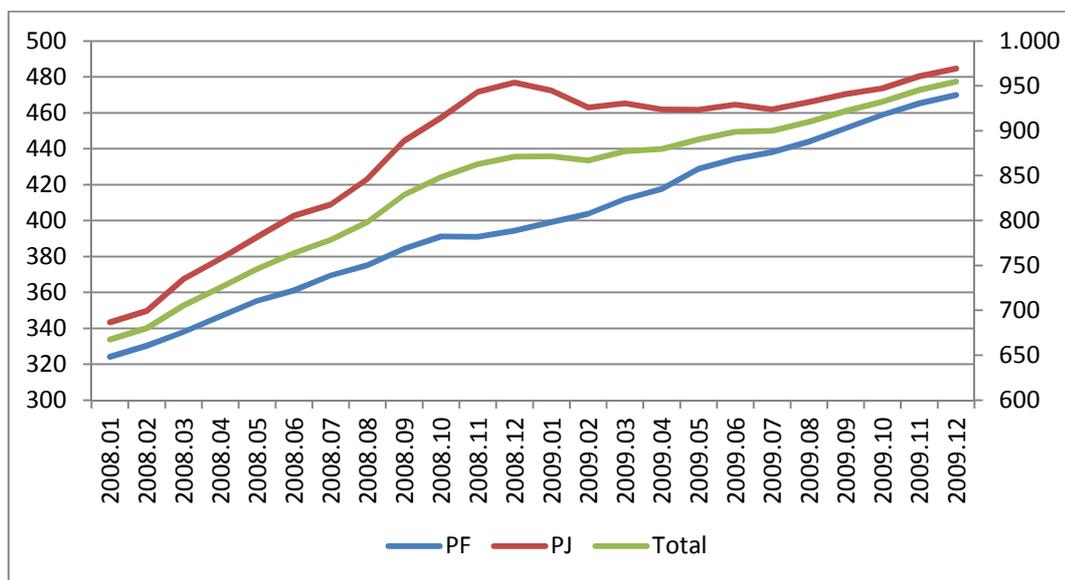


Fonte: Banco Central do Brasil

No segmento de recursos livres, o comportamento destes empréstimos foi mais favorável no que se refere às pessoas físicas do que no desempenho ao setor corporativo. Dois fatores, segundo (IEDI - INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, 2010), corroboram esta afirmativa: o impacto adverso da crise sobre as empresas, associando muito mais risco em relação às atividades empresariais, principalmente no caso da indústria; e o fato de que o crédito para pessoa física é de muito mais fácil avaliação do que para as empresas, que necessita conhecimento dos negócios e análises e monitoramentos de desempenho. Como vemos no Gráfico 16, as operações de crédito para pessoas físicas seguem uma trajetória relativamente constante de crescimento, com uma pequena desaceleração entre outubro de 2008, com R\$ 391.161 milhões, e novembro de 2008, com R\$ 391.004 milhões. Já o segmento de pessoas jurídicas sofre uma desaceleração importante após atingir o maior valor da série em dezembro de 2008 (R\$ 476.890 milhões). Segue-se uma queda nas operações de crédito até julho de 2009, quando se atinge o valor de R\$ 461.790 milhões, e então retoma-se o ritmo de crescimento. No total das operações de crédito com recursos livres, somando-se pessoas físicas e jurídicas, a estabilidade dos valores referentes ao primeiro segmento ajuda a

suavizar a linha do total das operações, mas a maior participação relativa das operações de crédito para o setor corporativo impacta de forma importante o total das operações de crédito.

Gráfico 16 - Operações de crédito com recursos livres R\$ (bilhões)

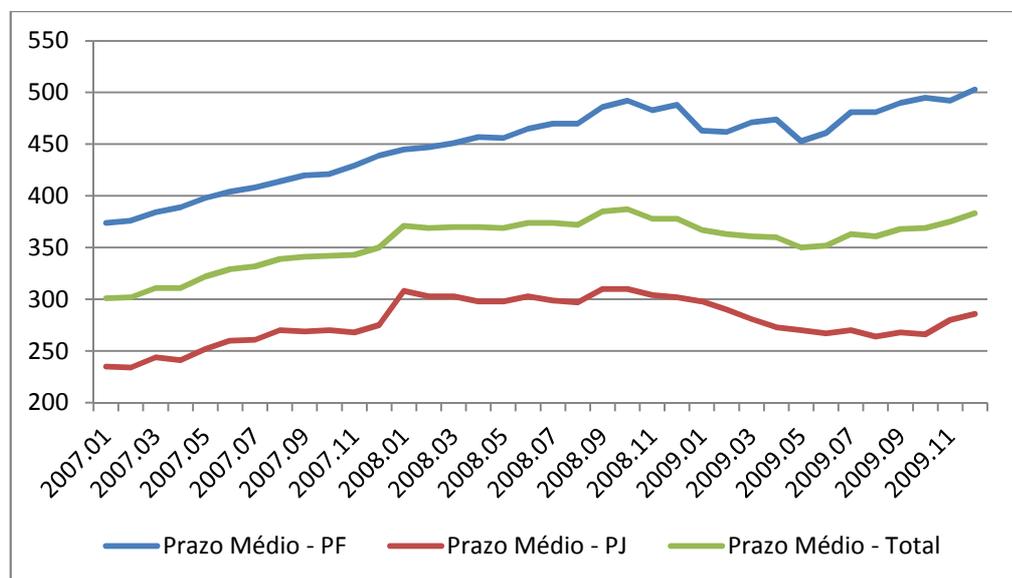


Fonte: Banco Central do Brasil

Outro indicador afim a ser analisado é o dos prazos para cada tipo de operação. Conforme o Gráfico 17, os prazos em geral elevam-se continuamente até os últimos meses de 2008, quando desaceleram, mais notadamente no segmento de pessoa jurídica. Para este segmento, após uma queda continuada até outubro de 2009, a aceleração deste indicador só será vista em novembro de 2009, quando o prazo médio das operações de crédito chega a 280 dias, frente a 266 dias registrados no mês anterior. O prazo é um indicador interessante, pois serve como alternativa em um ambiente com taxas de juros em elevação ou já elevadas. Nos momentos de crise, os bancos reduzem os prazos, pois estão evitando correr mais riscos, além de aumentar o spread bancário, mostrado no Gráfico 13.

Conforme falado anteriormente, a contração do crédito com recursos livres pelos bancos privados, tanto nacionais como estrangeiros, obrigou o governo brasileiro a tomar decisões para facilitar o funcionamento do mercado bancário a fim de manter a economia nacional dinâmica. Apesar de ter ocorrido queda na produção nacional no ano de 2009, a orientação do governo para que os seus bancos – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES – assumissem o papel de promotores da ativação da atividade econômica evitou que as consequências da crise fossem ainda piores, talvez semelhantes às

Gráfico 17 - Operações de crédito com recursos livres - prazo médio (Dias)

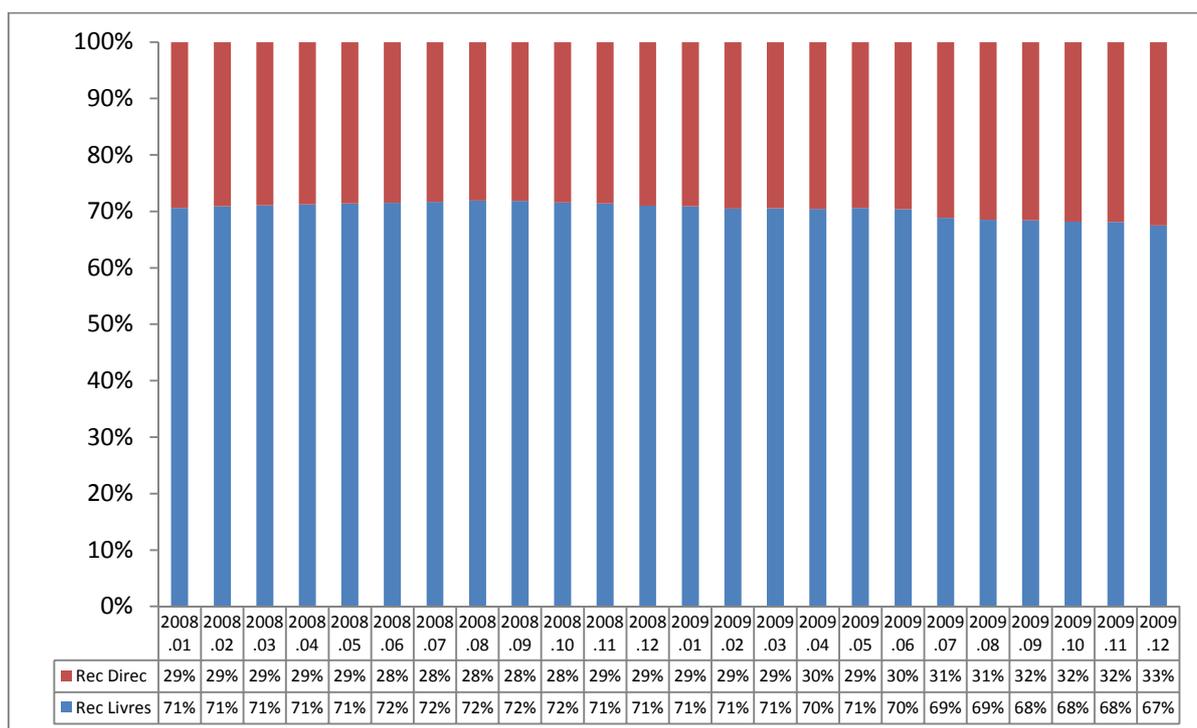


Fonte: Banco Central do Brasil

que ocorreram em vários países de economia consolidada. No que diz respeito ao crédito, a participação dos bancos públicos no total das operações de crédito é ilustrada pelo Gráfico 18, que mostra que a participação das operações de crédito com recursos direcionados passou de um patamar de 29% (R\$ 277.590 milhões) em janeiro de 2008, para 33% (R\$ 459.780 milhões) em dezembro de 2009. Como mostrado nos gráficos anteriores, os indicadores como prazo médio das operações de crédito, volume de operações de crédito, spread bancário, taxas de juros, voltam a mostrar uma trajetória de crescimento apenas no final do ano de 2009. Com o aumento da participação do setor público no mercado de crédito, que financia as operações de grande parte das empresas do país, é justo pensar que esta intervenção dos bancos públicos preparou a economia brasileira para retomar um ritmo de crescimento a partir destes últimos meses de 2009. Talvez sem esta intervenção a economia brasileira demorasse mais para recomeçar a trajetória de crescimento visando o ano de 2010.

A seguir, será abordado o PIB brasileiro no período da crise e as principais políticas deliberadas pelo governo para conter os efeitos da recessão na produção nacional.

Gráfico 18 - Operações de crédito - Participação por tipo de recurso (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

2.2 OS EFEITOS SOBRE O PIB

Antes da deflagração da crise de 2008, o Brasil passava por um período de seis trimestres consecutivos de crescimento econômico acelerado. Neste ambiente, as empresas lançam novos projetos visando sua expansão de acordo com suas expectativas para o cenário econômico futuro. A maioria delas, entretanto, não tem condições de financiar estas inversões com recursos próprios, precisando, então, recorrer às instituições bancárias para realizar estes investimentos. Os bancos, por sua vez, em uma condição de prosperidade econômica, tendem a emprestar recursos exigindo cada vez menos garantias dos tomadores, subestimando os riscos que estão assumindo. Segundo (FREITAS, 2009, p. 127):

As expectativas dos bancos sob o estado do negócio ao longo do ciclo econômico podem conduzir à assunção excessiva de risco, ao financiamento de

atividades especulativas e/ou ao racionamento de crédito, com efeitos adversos sobre o crescimento econômico. Assim, ao longo dos períodos de expectativas otimistas, os bancos pressionados pela concorrência concedem crédito sem exigir garantias seguras, enquanto os devedores pagam seus débitos pela emissão de novas dívidas. A expansão do endividamento se faz então com riscos subestimados. Isso porque, na busca incessante de valorização, um banco que adote um comportamento mais prudente vis-à-vis aos seus rivais arrisca a perder fatias de mercado.

A recessão internacional afetou a economia brasileira de diversas formas: as matrizes das empresas multinacionais, por exemplo, recolheram lucros de suas subsidiárias para salvar suas principais unidades; investidores estrangeiros retiraram seus investimentos do Brasil para se proteger dos riscos de mercado; além da demanda como um todo ter diminuído em razão da queda de confiança generalizada causada pelo desmoronamento dos mercados de crédito das maiores potências econômicas mundiais.

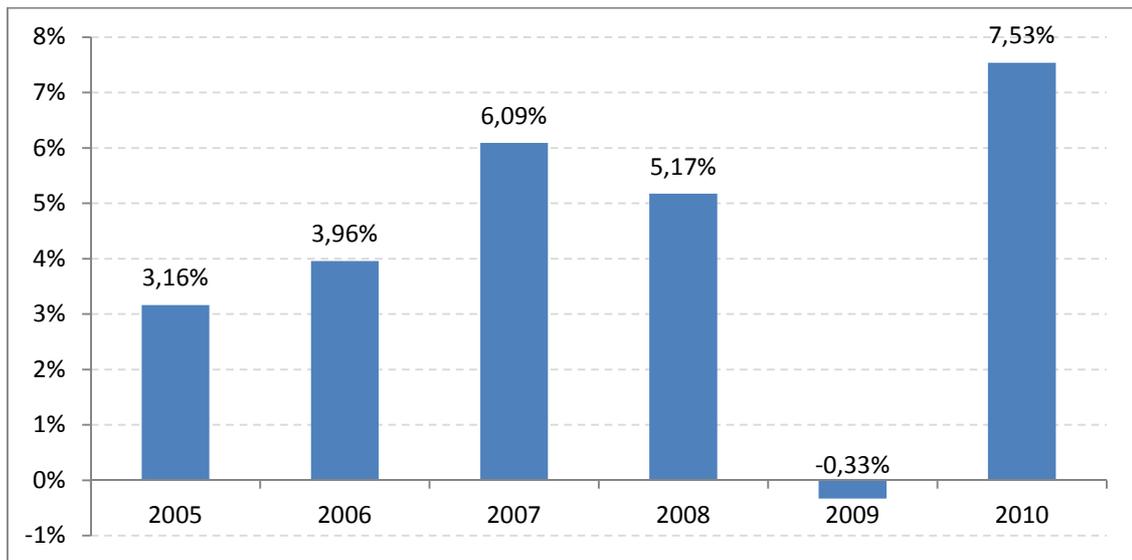
Como mostra o Gráfico 19, após o Produto Interno Bruto brasileiro ter crescido a taxas crescentes de 2005 a 2007, em 2008 esta taxa de crescimento foi menor, 5,17%, visto que o período recessivo entrou em cena nos últimos meses do ano. O ano de 2009, entretanto, absorveu toda a dificuldade causada pelo cenário econômico mundial de desconfiança dos agentes econômicos, havendo queda de 0,33%, conseguindo um indicativo de reversão das expectativas apenas no final do ano, preparando efetivamente a economia brasileira para crescer novamente em 2010, quando atingiu uma taxa de crescimento de 7,5% em relação ao ano anterior.

Dentre os setores componentes da economia brasileira, quem mais sofreu com as consequências da contração do crédito e da falta de confiança no mercado, foram, segundo (ALMEIDA, 2010), os setores da indústria e da agropecuária. Segundo o autor:

A sustentação do gasto público “blindou” o setor de serviços da economia, responsável por 60% do PIB e grande empregador. Este setor, salvo em segmentos de maior relação com a dinâmica agroindustrial, a exemplo de transportes, praticamente não foi afetado pela crise.

Isso significa dizer que os efeitos desta no Brasil, embora graves, ficaram restritos aos setores da indústria e da agropecuária. Nesses casos era inevitável um grande impacto inicial da crise internacional, dada a sua natureza – tratou-se

Gráfico 19 - PIB Brasil - variação real anual - (% a.a.)



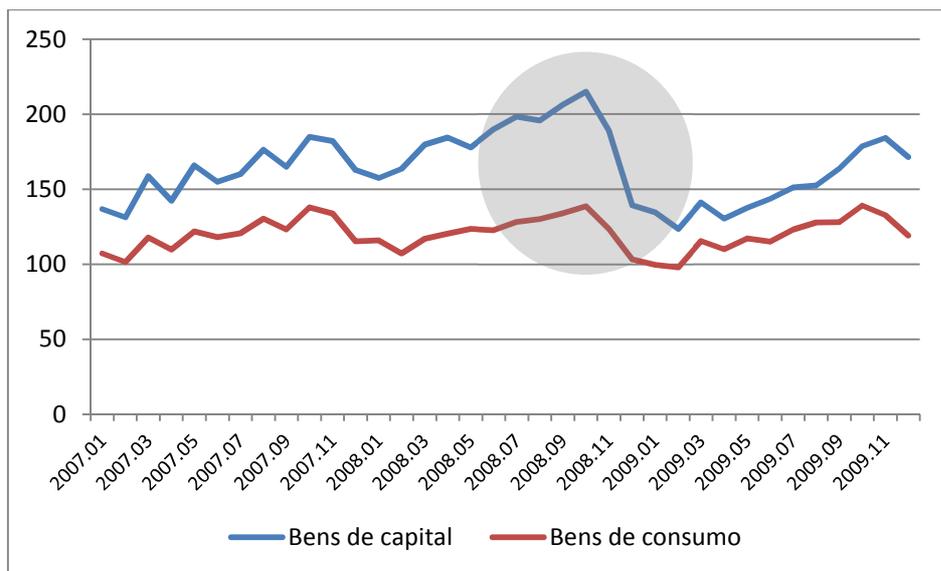
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

de uma ampla e gravíssima crise de confiança – e as mudanças por ela repentinamente provocadas nas decisões de longo prazo, na disponibilidade do crédito e no comércio exterior. Isso afetaria fortemente a agropecuária (pelo encolhimento do crédito e do comércio mundial) e, sobretudo, a indústria (pelos mesmos fatores, acrescidos da retração do investimento em decorrência do colapso das decisões de longo prazo). Por essas razões, o primeiro desses setores declinaria 5,2% no ano da crise, a indústria, 5,5%, enquanto o setor de serviços mantinha crescimento de 2,6%.

Além da retração na produção, estes setores não foram impedidos de realizar uma onda de demissões. Segundo (ALMEIDA, 2010), o total de dispensas líquidas de trabalhadores formais acumuladas entre outubro de 2008 e março de 2009 foram de 493 mil na indústria e 227 mil na agropecuária. Situação inversa ocorreu nos setores de comércio e serviços, que contrataram 47 mil e 67 mil pessoas no mesmo período, respectivamente. Após este período, todos os setores passaram a contratar mais pessoas, conforme a economia voltava a crescer. Para ilustrar, o Gráfico 20 mostra a desaceleração abrupta ocorrida no setor industrial no final de 2008. Sendo a produção de 2002 a referência como índice igual a 100, a produção de bens de consumo passa de um índice de 138,74 em outubro de 2008 para 98,01 em fevereiro de 2009. Mais relevante ainda é a queda do setor de bens de

capital, que passa de um índice de 214,78 em outubro de 2008 para 123,63 em fevereiro de 2009, pois é um setor que sente muito as consequências em períodos de retração, nos quais as empresas paralisam os projetos novos, aguardando uma melhora das expectativas para aquisição de novas máquinas e equipamentos e aumento de suas plantas.

Gráfico 20 - Produção industrial - quantum - índice (média 2002 = 100)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

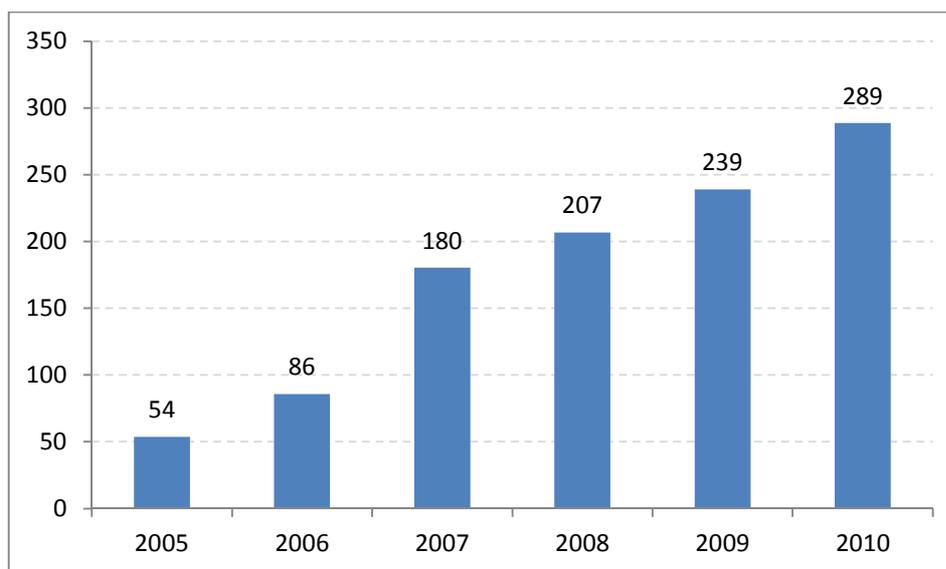
Em relação à recuperação da economia brasileira frente à crise, alguns fatores são elogiados pela literatura como, por exemplo, as reservas internacionais acumuladas pelo país antes da crise. Como mostra o Gráfico 21, o nível de reservas sobe de US\$ 86 bilhões em 2006 para US\$ 180 bilhões já em 2007, um aumento de 110%. Nem mesmo nos anos impactados pela crise as reservas decresceram. Conforme a Tabela 5, as reservas internacionais cresceram 110% em 2007, 15% em 2008, 16% em 2009, e 21% em 2010.

O trabalho de (ALMEIDA, 2010) comenta sobre a força da economia brasileira para enfrentar a crise:

O declínio de 0,2% do PIB brasileiro em 2009 foi indicativo da força de uma economia que, a despeito de ter acionado poucos mecanismos anticíclicos relativamente a outros países, evitou uma recessão mais profunda. Na base do êxito do Brasil em lidar com a maior crise desde a Grande Depressão de 1929 estão a remoção da vulnerabilidade externa mediante a acumulação de reservas que às vésperas da crise chegavam a quase US\$ 200,0 bilhões, a maior solidez

das contas públicas e do endividamento do setor público e a contaminação zero das instituições financeira do País com os ativos “tóxicos” que notabilizaram o *boom* financeiro internacional e que sofreriam forte desvalorização com a crise.

Gráfico 21 - Reservas internacionais - US\$ (bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 5 - Evolução das reservas internacionais - Crescimento anual (%)

Ano	2006	2007	2008	2009	2010
Δ% ano anterior	60%	110%	15%	16%	21%

Fonte: Banco Central do Brasil

Além disso, é exaltada a manutenção do gasto público com intenção de manter a demanda aquecida, e também do aumento da disponibilidade de crédito via bancos públicos. Com a retração da disponibilidade de crédito pelos bancos privados, que recorreram aos investimentos sem risco, já que as taxas de juros dos títulos públicos estavam ainda atraentes, os bancos públicos, orientados pelo governo, assumiram o papel de promotores da liquidez no mercado de crédito brasileiro. O autor também fala que talvez a economia brasileira não tivesse nem entrado em recessão se praticasse o mesmo arrojo de países desenvolvidos em suas políticas fiscais e de juros.

Por fim, cabe destacar que, apesar do esforço feito pelo governo brasileiro para conter os efeitos da crise, as medidas tomadas poderiam ser maiores e/ou melhores. Por exemplo, para (ALMEIDA, 2010), o esforço fiscal feito pelo governo brasileiro chegou a apenas cerca de 1% do PIB, através de renúncia de impostos e atrasos em recebimentos “que fizeram do governo um financiador de última instância para empresas com dificuldade de acesso ao crédito”. A política de redução das taxas de juros - de 13,75% a.a. em janeiro de 2009 para 8,75% a.a. em julho de 2009 - também entrou em cena tardiamente, apenas em janeiro de 2009, enquanto o estouro da crise iniciou seus efeitos em setembro de 2008. Para o autor, a volta da tendência de crescimento da economia brasileira no final de 2009 seria um processo natural, e não causado pela política de redução dos juros iniciada no início do ano. O grande destaque fica por conta dos bancos públicos, atuando de forma compensatória ao empocamento de liquidez promovido pela retração das operações de crédito dos bancos privados, nacionais e estrangeiros.

3 INFLUÊNCIA DO CRÉDITO COM RECURSOS LIVRES NO CRESCIMENTO DO PIB

Como visto nas seções anteriores, a deflagração da crise financeira internacional, no final do ano de 2008, impactou a economia brasileira fortemente, começando pela contração imediata dos canais de crédito pelos bancos privados. Em um cenário de taxas de juros elevadas, os bancos eram incentivados a aplicarem seus recursos em aplicações sem risco, visto que pagavam taxas relevantes, o que fez com que o mercado de crédito se contraísse, já que os bancos não queriam assumir riscos, optando pela preferência pela liquidez e causando, na economia brasileira, o chamado empoçamento de liquidez. Como, nesse período, o Brasil vinha de uma trajetória de crescimento econômico, as empresas precisavam destes recursos para continuar a financiar seus novos projetos e suas operações em andamento, os quais não conseguiam financiar apenas com recursos próprios. A contração do mercado de crédito, portanto, influencia o desempenho das empresas, que necessitam financiamentos, pelo menos para seguir operando seus projetos já implementados. Sem estes recursos, as empresas não apenas deixam de implementar novos projetos, mas podem reduzir os projetos atuais, dependendo das expectativas quanto às condições futuras do ambiente de negócios. Na forte recessão sofrida pela economia brasileira a partir dos últimos meses de 2008, o mercado de crédito (com recursos livres) optou por investimentos mais seguros, além de aumentar os *spreads* e reduzir os prazos, reduzindo o potencial de crescimento da produção nacional. A abordagem deste capítulo será no sentido de identificar o grau de influência do mercado de crédito com recursos livres, isto é, recursos livremente investidos pelos bancos, na variação do produto nacional, tentando entender sua importância, principalmente em momentos de recessão, como o sofrido pelo Brasil nos anos de 2008 e 2009.

3.1 O MODELO DE GALEANO E FEIJÓ⁹ (2011)

Galeano e Feijó analisam, em seu trabalho, a influência do desempenho das instituições financeiras na concessão de crédito no ritmo de crescimento econômico. Esta influência pode ser de forma direta, como na teoria Keynesiana – os bancos têm papel principal na promoção do crescimento de economias de mercado, pois provêm liquidez para os investimentos, que, por envolverem prazos longos, possuem incertezas nas expectativas; os agentes econômicos, quando há aumento da incerteza, aumentam sua preferência pela liquidez, aceitando os recursos dos bancos para suprir suas necessidades -, ou através do aumento da produtividade, de acordo com a teoria *mainstream*. O estudo de Galeano e Feijó apresenta uma análise econométrica com o intuito de quantificar a relação entre crédito e crescimento econômico, e crédito e produtividade do trabalho, calculando para cada região do País e comparando os coeficientes das regressões entre as regiões e o coeficiente para os dados referentes ao país a fim de mostrar os diferentes níveis de impacto do crédito no PIB e na produtividade do trabalho de cada região e a nível nacional.

Para detectar a influência do crédito do crescimento do PIB, foi especificada a seguinte equação:

$$Y_{it} = c + \beta Cr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Na equação 3.1, Y é o PIB de cada estado, c é uma constante, Cr é a média do saldo das operações de crédito, β é o parâmetro a ser estimado e ε é o termo de erro.

A equação 3.2 foi utilizada para detectar o impacto das operações de crédito, Cr, no crescimento da produtividade do trabalho, R. Em 3.2, R representa a produtividade do trabalho e α é o parâmetro a ser estimado.

$$R_{it} = c + \alpha Cr_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

Além destas duas especificações, foi testado também o impacto das operações de crédito no crescimento do PIB e da produtividade do trabalho através de variáveis defasadas, a fim de verificar com quantos períodos a variável dependente pode ser afetada.

⁹ Edileuza Vital Galeano é mestra em Economia pela Universidade Federal da Bahia CMA/UFBA e doutoranda pela Universidade Federal Fluminense. Carmem Feijó é professora associada da Universidade Federal Fluminense.

$$Y_{it} = c + \beta Cr_{it-n} + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

$$R_{it} = c + \alpha Cr_{it-n} + \varepsilon_{it} \quad (3.4)$$

Esta última especificação visa a captar efeitos de longo prazo do crédito no PIB e na produtividade do trabalho.

O método de estimação usado por Galeano e Feijó foi o de regressões com dados em painel. Regrediu-se, como especificado acima, a variável crédito contra a variável dependente PIB e, em outra regressão, contra a variável produtividade do trabalho, afim de detectar o efeito do crédito nestas duas variáveis tomadas como dependente. Em um segundo momento, fez-se o mesmo, porém utilizando a variável crédito com defasagens.

3.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR

O modelo a ser utilizado nesta seção é inspirado na análise de Galeano e Feijó (2011). Diferentemente desta, será feita uma regressão linear das variáveis operações de crédito com recursos livres, operações de crédito com recursos direcionados - representando o efeito das variáveis de crédito sobre a variação do produto - e exportações - representando os efeitos externos sofridos no produto nacional - contra a variável PIB real. Também será feita uma regressão linear da variável crédito contra a variável dummy que representa o período de crise 2008-2009 na economia brasileira, tentando detectar a influência deste acontecimento nas decisões dos bancos do país.

3.2.1 Dados¹⁰

Especificados os modelos a serem estimados e suas finalidades, as variáveis utilizadas nas estimações são as que seguem:

- PIB_REAL: refere-se ao PIB real mensal (PIB nominal mensal informado pelo Banco Central deflacionado pelo IPCA mensal informado pelo IBGE);

¹⁰ Os dados são do Banco Central do Brasil e do IBGE. Os mesmos foram consultados no Ipeadata.

- *Rec_Livres*: refere-se ao total de operações de crédito com recursos livres, informado pelo Banco Central;
- *Rec_Direc*: refere-se ao total de operações de crédito com recursos direcionados, informado pelo Banco Central;
- *Exportações*: refere-se ao total das exportações, informado pelo Banco Central;
- *DummyCrise*: refere-se à variável dummy com valor igual a 1 no intervalo de 10/2008 a 12/2009, considerado período de impacto da crise no mercado brasileiro.

3.2.2 Estimação

O método de estimação utilizado foi o de Mínimos Quadrados Ordinários através do software Gretl. A matriz de covariância dos coeficientes foi estimada com a versão robusta para a presença de heterocedasticidade e autocorrelação.

Para fazer as estimações, as variáveis foram testadas conjuntamente para verificação da existência de cointegração entre elas. Testando os logs das variáveis descritas anteriormente, comprovou-se que existe evidencia de relação de cointegração, visto que as variáveis são I(1) e o resíduo da regressão de cointegração é estacionário¹¹ – I(0) – a 5% de significância

O período utilizado na estimação dos modelos vai de julho de 2003 a dezembro de 2010. Este intervalo foi escolhido por ser o que melhor se adaptou aos testes de raiz unitária e de significação das variáveis.

As equações a serem estimadas, portanto, são:

$$\log PIB_REAL_t = c + \beta_1 \log rec_livres_t + \beta_2 \log rec_direc_t + \beta_3 \log exportacoes_t + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

$$Rec_Livres_t = c + \alpha DummyCrise_t + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

¹¹ O p-valor para o teste de presença de raiz unitária para os resíduos da regressão de cointegração é igual a 0,0467, fazendo-se o teste com 7 defasagens.

Na equação 3.5, c é uma constante, os β 's são os parâmetros a serem estimados, e ε_t é o termo de erro da equação.

Em 3.6, c é uma constante, α é o parâmetro a ser estimado, e ε_t é o termo de erro da equação.

3.3.3 Análise dos Resultados

A Tabela 6 mostra os resultados da equação (3.5). Nesta regressão, todos os coeficientes se mostraram significativos a 1%, de acordo com o p-valor de cada um. O coeficiente β_1 , que mede o impacto da variação do PIB em relação à variação das operações de crédito com recursos livres, mostrou-se igual a 0,10, muito abaixo dos coefi-

Tabela 6 - Resultados da regressão da equação (3.5)

MQO, usando as observações 2003:07-2010:12 (T = 90)					
Variável dependente: l_PIB_REAL					
Erros padrão HAC, largura de banda 3 (Núcleo de Bartlett)					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	4,67107	0,0905043	51,6115	<0,00001	***
l_rec_livres	0,101533	0,0232458	4,3678	0,00003	***
l_rec_direc	0,34224	0,0237475	14,4116	<0,00001	***
l_exportacoes	0,213536	0,0177349	12,0404	<0,00001	***
Média var. dependente	12,28008	D.P. var. dependente	0,244582		
Soma resíd. quadrados	0,058039	E.P. da regressão	0,025978		
R-quadrado	0,989099	R-quadrado ajustado	0,988718		
F(3, 86)	2797,368	P-valor(F)	1,37e-85		
Log da verossimilhança	202,8861	Critério de Akaike	-397,7723		
Critério de Schwarz	-387,7731	Critério Hannan-Quinn	-393,7400		
rô	0,317993	Durbin-Watson	1,359646		

Teste para ARCH de ordem 12 -

Hipótese nula: efeito ARCH não está presente

Estatística de teste: LM = 15,2541

com p-valor = P(Qui-quadrado(12) > 15,2541) = 0,227832

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 2,80227

com p-valor = 0,246317

Fonte: Autor

cientes das variáveis crédito com recursos direcionados e exportações, que apresentaram coeficientes iguais a 0,34 e 0,21, respectivamente. O R^2 da regressão é igual a 0,99, mostrando que as variáveis possuem, conjuntamente, forte poder de explicação das variações da variável dependente. Quanto à presença de heterocedasticidade, o teste ARCH aceita a hipótese nula, de que o efeito ARCH não está presente. Finalmente, o teste da normalidade dos resíduos aceita a hipótese nula de que o erro da regressão tem distribuição normal.

A Tabela 7 mostra os resultados da equação (3.6). O coeficiente α , que mede o efeito da variável dummy que representa o período da crise de 2008/2009 no Brasil, mostrou-se significativo a 5%, conforme o p-valor apresentado. O coeficiente obteve sinal esperado, negativo, visto que se espera uma contração do crédito em momentos de crise, e vice-versa. A constante também se mostrou significativa neste modelo. Quanto aos valores dos

Tabela 7 - Resultados da regressão da equação (3.6)

MQO, usando as observações 2003:07-2010:12 (T = 90)					
Variável dependente: Rec_Livres					
Erros padrão HAC, largura de banda 3 (Núcleo de Bartlett)					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0195501	0,00134946	14,4874	<0,00001	***
Crise	-0,00852208	0,00207576	-4,1055	0,00009	***
Média var. dependente	0,016993	D.P. var. dependente	0,009402		
Soma resíd. quadrados	0,006495	E.P. da regressão	0,008591		
R-quadrado	0,174466	R-quadrado ajustado	0,165085		
F(1, 88)	16,85539	P-valor(F)	0,000090		
Log da verossimilhança	301,4396	Critério de Akaike	-598,8793		
Critério de Schwarz	-593,8797	Critério Hannan-Quinn	-596,8632		
rô	0,280012	Durbin-Watson	1,356466		

Teste para ARCH de ordem 12 -

Hipótese nula: efeito ARCH não está presente

Estatística de teste: LM = 10,3105

com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(12) > 10,3105) = 0,58874$

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 1,24

com p-valor = 0,537944

Fonte: Autor

coeficientes, observa-se que não são elevados, isto é, não pode-se considerar a crise como um grande choque nas operações de crédito – mesmo porque o poder explicativo representado pelo R^2 é de apenas 0,17 . Pode-se, sim, constatar sua influência negativa no comportamento dele.

O modelo não mostrou presença de heterocedasticidade, vide teste ARCH, que aceitou a hipótese nula de que o efeito ARCH não está presente. Para o teste de normalidade dos resíduos, foi aceita a hipótese nula de que o erro da regressão tem distribuição normal. O modelo apresentou autocorrelação serial, pois o teste de Durbin-Watson apresentou valor menor que $dL = 1,65$, rejeitando a hipótese nula de ausência de autocorrelação. Evidentemente, o modelo mais correto para esta regressão necessita de outras variáveis como variáveis explicativas do comportamento do crédito.

4 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi o de abordar o período em que o Brasil passou por muitas dificuldades devido à grande retração da economia mundial causada pelo estouro da crise imobiliária norte americana. Apesar de o país estar relativamente protegido devido a seus grandes níveis de reservas em moeda estrangeira e também por não estar contaminado pelos ativos “tóxicos” responsáveis pela crise, os efeitos da retração mundial foram sentidos tanto via interferência das matrizes das empresas multinacionais instaladas no Brasil, que retiraram recursos de suas filiais para ajudá-las em seus países de origem, quanto pela falta de confiança no ambiente de negócios que se instaurou à época.

De acordo com boa parte da literatura, um dos principais responsáveis pela retração da economia brasileira no final de 2008 e pelo ano de 2009 foi o escasseamento do crédito no mercado, que, em uma época de elevado crescimento econômico, freava o desenvolvimento das empresas, que estavam em pleno aumento de tamanho e de atividades, seguindo a tendência da economia como um todo. Os resultados das regressões apresentadas no trabalho corroboram o que foi discutido anteriormente, mostrando que as operações de crédito com recursos livres – aqueles que são livremente investidos pelos bancos, conforme suas próprias expectativas quanto ao futuro do ambiente de negócios – explicam apenas parcialmente a variação da produção nacional, representada pelo PIB real.

A principal ativação feita pelo governo brasileiro para superar este momento difícil da crise foi, segundo os autores, a orientação para que seus bancos públicos – Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES – entrassem fortemente no mercado de crédito, compensando a retração causada pelos bancos privados, que preferiam investir seus recursos em títulos públicos, visto que as taxas de juros estavam elevadas logo que se iniciou a crise, no final do ano de 2008. Assim, por mais que os bancos privados enxugassem o crédito no mercado nacional, os bancos públicos agiram em caráter compensatório, aumentando sua parcela de participação no crédito total e preparando a economia para uma nova trajetória de crescimento, que pode ser vista a partir do segundo semestre de 2009.

Quanto à influência da crise no comportamento das operações de crédito com recursos livres, os resultados não mostraram uma relação tão intensa, talvez porque o segmento de pessoa física não tenha sofrido tanto neste período - pois não requer um nível tão sofisticado de supervisão e controle de indicadores financeiros como para as empresas, envolvendo menos risco, portanto -, suavizando o comportamento desta variável no período crítico representado pelos últimos meses do ano de 2008.

Conclui-se, portanto, que as operações de crédito com recursos livres não mostraram um impacto tão significativo sobre a variação do PIB real brasileiro, analisando o período 2003-2010, visto que, pelo menos para que a economia se recuperasse da recessão global, os bancos públicos entraram em cena para compensar a escassez de crédito causada pelos bancos privados - além de outras políticas macroeconômicas deliberadas pelo governo -, conseguindo minimizar os danos à economia e preparar o país para uma nova tendência de crescimento.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. G. D. Como o Brasil superou a crise. **Dossiê da Crise II**, 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 24 Outubro 2011.
- ARESTIS, P.; NISSANKE, M.; STEIN, H. Finance and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization theory. **Eastern Economic Journal**, v. 31, n. 2, p. 245-263, 2005.
- BARONE, F. M.; SADER, E. Acesso ao crédito no Brasil: evolução e perspectivas. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 6, p. 1249-1267, 2008.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Crise e Recuperação da Confiança. **Dossiê da Crise**, 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 24 Outubro 2011.
- CINTRA, M.; CAGNIN, R. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 296-338, Dezembro 2007.
- CRUZ, N. H. BC recua e alivia restrições para bancos. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 14 Novembro 2008.
- DURÃO, V. S. Medidas do BC fazem o crédito fluir, dizem bancos. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 out. 2008.
- FREITAS, M. C. P. D. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.
- FUNDAP. Política monetária no Brasil em 2008. **Debates Fundap**, 2009. Disponível em: <<http://debatesfundap.blogspot.com.br/2009/07/politica-monetaria-no-brasil-em-2008.html>>. Acesso em: 15 Novembro 2011.
- GALEANO, E. V.; FEIJÓ, C. Crédito e crescimento econômico: evidências a partir de um painel de dados regionais para a economia brasileira nos anos 2000. **Centro de Estudos sobre Desigualdade e Desenvolvimento: texto para discussão**, Rio de Janeiro, n. 32, Março 2011.
- GALHARDO, R. Lula: crise é tsunami nos EUA e, se chegar ao Brasil, será 'marolinha'. **O Globo**, 2008. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410>>. Acesso em: 04 Novembro 2012.
- GUIMARÃES, L. S. Crise trava canal do crédito. BC aprova? **Valor Econômico**, São Paulo, 13 Outubro 2008.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial. **Carta IEDI**, n. 300, Fevereiro 2008.

IEDI - INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre o mercado de crédito em 2008. **Carta IEDI**, n. 356, Março 2009.

IEDI - INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. Emprego, setor externo e crédito: uma visão de 2009. **Carta IEDI**, n. 399, Janeiro 2010.

JÚNIOR, G. R. B.; FILHO, E. T. T. Analisando a Crise do Subprime. **Revista do BNDES**, p. 129-159, 2008.

LANDIM, R. “Freio de mão” puxado dispensa alta de juros. **Valor Econômico**, São Paulo, 2 Outubro 2008.

MESQUITA, M. O Brasil e a crise internacional. **Banco Central do Brasil**, 2008.

Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/pec/appron/Apres/OBrasileaCriseInternacional.pdf>>. Acesso em: 15 Novembro 2011.

MOLLO, M. L. R. Crise e Deflação de Ativos: por quê? **Dossiê da Crise**, 2008.

Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 24 Outubro 2011.

MONTES, G. C.; FEIJO, C. A. Credibilidade, política monetária e racionamento de. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, p. 05-29, 2011.

MORRIS, C. R. **O crash de 2008**: dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito. São Paulo: Aracati, 2009.

PRATES, D. M. et al. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Revista de Economia Política**, p. 135-138, 2009.

REICHSTUL, D. & L. G. T. Causalidade entre crédito bancário e nível de atividade na Região Metropolitana de São Paulo: algumas evidências empíricas. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 779-801, Outubro-Dezembro 2006.

RICUPERO, R. et al. A crise internacional e seu impacto no Brasil. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 22, n. 64, p. 185-214, 2008.

ROUBINI, N.; MIHM, S. **A economia das crises**: um curso relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SALAMA, P. Argentina, Brasil e México diante da crise internacional. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 65, p. 27-48, 2009.

TORRES, E. Entendendo a crise do subprime. **Visão do Desenvolvimento, BNDES**, n. 44, 18 Janeiro 2008.