

CRISE FINANCEIRA GLOBAL

mudanças estruturais
e impactos sobre os
emergentes e o Brasil

Organizadores

Luciana Acioly
Rodrigo Pimentel Ferreira Leão

Daniela Magalhães Prates
Emilio Chernavsky
Keiti da Rocha Gomes
Marcos Antonio Macedo Cintra
Marta Castilho

Autores

Livro 2

CRISE FINANCEIRA GLOBAL

mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil

Organizadores

Luciana Acioly
Rodrigo Pimentel Ferreira Leão

Daniela Magalhães Prates
Emilio Chernavsky
Keiti da Rocha Gomes
Marcos Antonio Macedo Cintra
Marta Castilho

Autores

Livro 2

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro Wellington Moreira Franco



Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e de programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Persio Marco Antonio Davison

Assessor-Chefe de Imprensa e Comunicação

Daniel Castro

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

ipea

CRISE FINANCEIRA GLOBAL

mudanças estruturais
e impactos sobre os
emergentes e o Brasil

Organizadores

Luciana Acioly
Rodrigo Pimentel Ferreira Leão

Daniela Magalhães Prates
Emilio Chernavsky
Keiti da Rocha Gomes
Marcos Antonio Macedo Cintra
Marta Castilho

Autores

Livro 2

Brasília, 2011

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea 2011

Crise financeira global : mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil / organizadores: Luciana Acioly, Rodrigo Pimentel Ferreira Leão; autores: Emilio Chernavsky ... [et al.]. - Brasília : Ipea, 2011.
127 p. : gráfs., tabs.

Inclui bibliografia.

ISBN 978-85-7811-093-2

1. Crise. 2. Recessão Econômica. 3. Mercado Financeiro.
4. Comércio Exterior. 5. Países em Desenvolvimento. 6. Brasil.
I. Acioly, Luciana. II. Leão, Rodrigo Pimentel. III. Chernavsky, Emilio. IV. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.9

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO

Luciana Acioly e Rodrigo Pimentel Ferreira Leão

CAPÍTULO 1	OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO DIANTE DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL	
	Marcos Antonio Macedo Cintra e Daniela Magalhães Prates	11
CAPÍTULO 2	A CRISE FINANCEIRA E O COMPORTAMENTO DO MERCADO BRASILEIRO: ENTRE EUFORIA E INCERTEZA	
	Keiti da Rocha Gomes	47
CAPÍTULO 3	A TRANSMISSÃO DA CRISE: INCERTEZA, EXPECTATIVAS E COMPORTAMENTO CONVENCIONAL	
	Emilio Chernavsky	77
CAPÍTULO 4	IMPACTOS DA CRISE ECONÔMICA INTERNACIONAL SOBRE O COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO	
	Marta Castilho	97

APRESENTAÇÃO

Em 15 de setembro de 2008, a falência do banco de investimentos Lehman Brothers marcou o auge de um dos eventos mais críticos da economia internacional nas últimas décadas: a crise financeira de 2007–2009. Após a quebra deste banco, a crise financeira, que inicialmente havia se manifestado em alguns países, transformava-se num fenômeno global e sistêmico. Desse momento em diante, a economia de todos os países foi afetada de alguma forma pelos efeitos da crise, seja pela restrição de crédito, seja pela contração do comércio internacional etc.

Apesar disso, o ritmo e a intensidade com que cada país foi atingido variou significativamente, respondendo às características de suas economias e ao modo como elas estavam articuladas à economia internacional. No caso dos países em desenvolvimento, a despeito dessas diferenças, de modo geral, o processo de saída e de recuperação da crise foi relativamente uniforme, uma vez que, em 2010, boa parte dessas economias já apresentava taxas de crescimento positivas, bem como recuperação do emprego. Isso se explicou pelo fato de essas nações terem empregado, ao longo da crise, um conjunto amplo de políticas macroeconômicas fortemente expansionistas. Particularmente sobre o caso brasileiro, observou-se maior capacidade do governo de realizar políticas anticíclicas, por meio de políticas sociais como valorização do salário mínimo e a expansão do crédito, que possibilitou ao país retomar, já em 2010, o acelerado crescimento da economia.

Partindo desse cenário, este livro busca enfrentar algumas das questões que se colocaram para os países em desenvolvimento nesse período de crise, em especial para o Brasil. Entre os temas tratados, pode-se destacar: as tensões que envolvem a articulação dos países em desenvolvimento no sistema monetário internacional; a reação dos mercados financeiros desses países ao cenário de instabilidade e de incerteza provocado pela crise; os canais de transmissão da crise para esses países, em particular para o Brasil; e os efeitos para comércio exterior brasileiro. Este conjunto de reflexões tem por objetivo aprofundar a discussão sobre a estrutura do sistema monetário internacional – dirigido essencialmente pela economia norte-americana –, bem como sobre a integração relativamente subordinada dos países em desenvolvimento. No caso do Brasil, procura-se também analisar os impactos para a economia, assim como o comportamento dos agentes e do mercado financeiro durante a crise.

O primeiro capítulo do livro, escrito por Marcos Antonio Macedo Cintra e Daniela Magalhães Prates, analisa a participação dos países emergentes na crise financeira de 2008. Para atender a este objetivo, os autores apontam que tais países estão inseridos num sistema financeiro global extremamente desregulado e que possui uma dinâmica instável. Além disso, eles estão inseridos num sistema

monetário hierarquizado e assimétrico, cuja liderança é dos países centrais, em especial dos Estados Unidos, detentor da moeda-chave, o dólar. Isso, somado ao fato de os emergentes serem detentores de moedas inconvertíveis, faz com que eles se mantenham numa posição subordinada dentro do sistema monetário internacional. Nesse cenário, nenhum dos países emergentes ficou incólume aos efeitos da crise, ainda que sua intensidade se distinguisse em função do grau de abertura e das políticas macroeconômicas por eles implementadas.

O segundo capítulo, de autoria de Keiti da Rocha Gomes, tem como meta discutir o comportamento do sistema financeiro brasileiro, a partir de uma análise minskyana, durante a evolução do quadro de deterioração no mercado norte-americano que culminou com crise financeira deflagrada em setembro de 2008. Procura-se mostrar como o mercado financeiro no Brasil também apresentou um movimento endógeno de deslocamento de uma situação de relativa tranquilidade – substancialmente apoiada em expectativas otimistas – a uma situação de potencial fragilidade – marcada por exposições financeiras muito alavancadas –, seguida pela disseminação do pessimismo e por incertezas no sentido keynesiano. Adicionalmente, são apresentados os resultados de um estudo econométrico que tenta demonstrar de forma quantitativa as implicações de elementos subjetivos – como incerteza, pessimismo e otimismo – no comportamento do ambiente financeiro do Brasil.

O terceiro capítulo, de Emilio Chernavsky, oferece uma discussão sobre os canais mais frequentemente citados por meio dos quais os efeitos da crise econômica internacional se transmitiriam à economia brasileira. Ainda que estes canais, como a restrição do crédito e as perdas financeiras das empresas, tenham sido importantes para se compreender a reversão do ciclo de expansão da economia brasileira, eles são insuficientes para explicar a velocidade e a intensidade com que se deu a deterioração das expectativas sobre a atividade econômica no país. Em face dessa insuficiência, de resto inerente ao processo de formação das expectativas numa economia capitalista, argumenta-se que os agentes, especialmente em situações onde predomina um grau elevado de incerteza, formam suas expectativas essencialmente por meio da adesão a uma convenção, apoiada ou não em sólidos fundamentos econômicos, comportamento que lhes permite diminuir a incerteza em suas interações. Mostra-se, então, que as circunstâncias particulares sob as quais emergiu a convenção específica, que sustenta a formação das expectativas negativas durante as primeiras etapas da crise no Brasil, são fortemente marcadas pela profusão de sentimentos pessimistas resultantes das pesadas perdas financeiras incorridas por um número significativo de atores, assim como da incerteza generalizada quanto ao futuro da economia mundial.

O último capítulo, escrito por Marta Castilho, analisa as mudanças do comércio exterior brasileiro no período da crise, em especial das exportações. Embora as importações também tenham apresentado transformações importantes ao longo da crise, os impactos dela sobre as exportações foram mais intensos e duradouros. Nesse sentido, busca-se articular as mudanças dos fluxos comerciais brasileiros às mutações observadas no comércio internacional. Partindo desta análise, observa-se que, em 2009, as alterações na pauta de exportações, em termos de dispersão geográfica e intensidade tecnológica, ocorreram em dois sentidos: *i)* há um deslocamento das exportações para mercados em desenvolvimento, notadamente a Ásia; e *ii)* os produtos não industriais ganham força como principais produtos exportados pelo Brasil.

Em suma, os textos buscam contribuir com a reflexão de um tema que ainda gera muito mais discussões do que consensos. Longe de pretender esgotá-lo, o livro se propõe a analisar algumas das questões mais importantes que envolveram a crise, principalmente no caso brasileiro, e que ajudam a pensar a configuração da economia capitalista internacional e nacional nos próximos anos.

Luciana Acioly

Coordenadora de Estudos das Relações Econômicas Internacionais
da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas
e Políticas Internacionais (Cerid/Dinte) do Ipea

Rodrigo Pimentel Ferreira Leão

Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD)
na Diretoria de Estudos e Relações Econômicas
e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea

OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO DIANTE DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL*

Marcos Antonio Macedo Cintra**

Daniela Magalhães Prates***

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira, iniciada em meados de 2007, com a elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*), assumiu dimensões sistêmicas no segundo semestre de 2008, após a falência de várias instituições bancárias e não bancárias (em especial, do banco de investimento Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008). A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico – em âmbito global – nos mercados de ações, de moedas, de derivativos, de empréstimos e de bônus.

Diante do medo e da insegurança, os investidores procuraram reposicionar suas carteiras, vendendo os ativos mais arriscados e desencadeando quedas acentuadas nos seus preços e nas moedas fracas. Nesse movimento, buscaram ficar líquidos, preferencialmente na moeda reserva internacional e/ou em títulos do Tesouro americano, os ativos de última instância do sistema monetário global, ainda sob o comando do Estado nacional americano, provocando uma fuga para

* Versão modificada deste artigo *The financing of developing countries in the face of the global financial crisis* foi apresentada no *Workshop on financial liberalization and global governance: the role of international entities*, Rio de Janeiro, 13 e 14 de novembro de 2008. O evento foi organizado pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase), com o patrocínio da Fundação Ford. Disponível em: <http://www.ibase.org.br>. Artigo preparado com informações disponíveis até agosto de 2010.

** Técnico de Planejamento e Pesquisa e Coordenador-Geral de Pesquisas da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

*** Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon/IE/UNICAMP) e do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

o dólar, a despeito de Wall Street ser um dos epicentros da crise. A crise sistêmica ampliou a desconfiança entre as instituições financeiras, bloqueando os fluxos de recursos nos mercados interbancários, estimados em US\$ 23,2 trilhões em março de 2008 pelo Bank for International Settlements (BIS).¹ Com isso, as taxas de juros subiram abruptamente, sobretudo a Libor (London Interbank Offered Rate) – um indicador da liquidez do mercado interbancário de Londres –, instaurando uma tendência de contração dos empréstimos bancários. As pequenas e médias instituições financeiras foram ameaçadas por saques e cortes nas linhas de crédito. As corporações também enfrentaram dificuldades para renovar e/ou obter novos empréstimos e/ou emitir bônus, *commercial papers* ou notas.²

Entre inúmeras decisões, as autoridades dos principais centros monetários trataram de garantir as operações interbancárias – procurando ampliar a circulação dos recursos líquidos, concentrados nas grandes instituições financeiras – e capitalizar os bancos mais fragilizados. Nesse contexto, o governo americano disponibilizou US\$ 2,25 trilhões (sendo US\$ 1,5 trilhão para garantir novas dívidas emitidas pelos bancos, US\$ 500 bilhões para os depósitos nos fundos mútuos e US\$ 250 bilhões para capitalizar os grandes bancos). O Federal Reserve (Fed) aumentou para US\$ 900 bilhões seus acordos de troca de moedas com quatorze bancos centrais para ampliar a liquidez em dólares nos mercados financeiros globais.³ Os países da União Europeia (Alemanha, França, Holanda, Espanha, Áustria, Portugal, Reino Unido e Suécia) e a Noruega, por sua vez, disponibilizaram US\$ 2,75 trilhões. Além disso, a Itália anunciou disponibilizar “o quanto for necessário” e a Polônia sinalizou plano semelhante.

No primeiro semestre de 2008, a crise começou a se espalhar para alguns países em desenvolvimento, mas, somente em meados de setembro, quando se converteu num fenômeno sistêmico (após a falência do Lehman Brothers), observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para estes países. Nem mesmo aqueles com bons fundamentos e políticas econômicas consideradas saudáveis ficaram incólumes. Agravando ainda mais o cenário de incerteza nos sistemas financeiros, as perspectivas de contração da demanda mundial de bens e serviços – num primeiro momento – e a retração efetiva da economia global – num segundo momento – contaminaram as cotações das *commodities* (agrícolas, minerais e de energia) exportadas pelos países em desenvolvimento (Rússia, Brasil, México, Nigéria etc.), reforçando as pressões em prol da depreciação de suas moedas. Os países do Leste Europeu, alguns com déficit em conta corrente de dois

1. Um ano depois, o estoque de ativos interbancários era estimado em US\$ 19,1 trilhões pelo BIS (base de dados disponível em <http://www.bis.org>).

2. Para uma cronologia detalhada dos principais eventos da crise, ver BIS (2008, 2009), Borio (2008) e FUNDAP (2008). Para um panorama das crises bancárias e recessões econômicas, ver Reinhart e Rogoff (2009).

3. Para uma discussão sobre o papel destas operações de *swap* do Fed na gestão da crise global, ver McGuire e Peter (2009). Para um amplo panorama da atuação do Fed, ver Bullio *et al.*, (2009).

dígitos em relação ao produto interno bruto (PIB), ficaram sob enormes tensões. A Ucrânia negociou um empréstimo de emergência junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) de até US\$ 16,5 bilhões; a Hungria, um empréstimo de € 5 bilhões com o Banco Central Europeu.

Em resposta ao efeito-contágio da crise, os governos da maioria dos países em desenvolvimento acionaram, seguindo o exemplo dos países avançados, um conjunto de iniciativas para atenuar a depreciação de suas moedas e os impactos sobre os sistemas financeiros domésticos: seja diretamente (no caso dos sistemas mais dependentes de *funding* externo ou com presença expressiva de bancos estrangeiros), seja indiretamente (pelas perdas das empresas com derivativos cambiais e pelo aumento da preferência pela liquidez dos agentes diante do quadro de elevada incerteza). Efetuaram ainda um conjunto de medidas monetárias e fiscais anticíclicas, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações peggressas de instabilidade cambial e financeira nos países em desenvolvimento. Nas crises precedentes, a adoção de políticas pró-cíclicas (ou seja, restritivas), defendidas pelos organismos multilaterais e pelos governos do G7, tinha o objetivo de reconquistar a credibilidade dos mercados financeiros, a qual seria uma pré-condição para o retorno dos fluxos de capitais externos (OCAMPO, 2000 e 2001). Tendiam a agravar, no entanto, seus desdobramentos indesejados, ao criarem um círculo vicioso entre depreciação cambial, contração do crédito, deflação de ativos e redução das receitas e da capacidade de pagamento das dívidas pelas empresas e pelos governos.

Assim, outra dimensão inédita da crise (além da sua origem no centro do sistema) consistiu na mudança de postura desses governos, que priorizaram a sustentação da atividade econômica (salvo exceções, como os da Hungria, Islândia, Rússia, que foram forçados a elevar suas taxas de juros). O efeito-contágio da crise global explicitou, portanto, a fragilidade da tese do descolamento (*decoupling*) das economias em desenvolvimento frente às avançadas. Mas relevou também os impactos diferenciados em muitas dessas economias da reversão dos fluxos internacionais de capitais, indicando a importância da “blindagem externa”, seja para conter as repercussões oriundas do efeito-contágio, seja para propiciar a implementação de políticas anticíclicas. Por “blindagem externa” entende-se a constituição de um elevado estoque de reservas internacionais (em moedas conversíveis) a partir da obtenção de saldos positivos em transações correntes do balanço de pagamentos, capaz de melhorar os indicadores de endividamento externo, estabilizar as taxas de juros e de câmbio, permitindo maior margem de manobra da política econômica em contextos marcados por reversões abruptas das expectativas. Saliente-se que a acumulação de reservas, sem grandes danos fiscais, requer taxas de juros domésticas baixas.

Após essa breve introdução, na segunda seção apresentam-se as principais tendências implícitas nas propostas para o aperfeiçoamento do sistema regulatório financeiro global. Na terceira seção, discutem-se as implicações da crise para os países

em desenvolvimento, os quais se inseriram na globalização financeira, convertendo-se em “mercados emergentes”. Procura-se argumentar que as propostas que emergiram até o momento praticamente ignoram essas implicações específicas, associadas a sua posição subordinada no sistema monetário e financeiro internacional. Ademais, esses países deveriam aprimorar as estratégias adotadas após as crises financeiras dos anos 1990, para melhor “blindá-los” contra a volatilidade intrínseca dos fluxos internacionais de capitais. Na quarta seção, a título de considerações finais, destaca-se a necessidade de se retomar o debate sobre as técnicas de gestão dos fluxos de capitais nos países em desenvolvimento, as quais envolvam tanto os controles de capitais *stricto sensu*, como regras prudenciais sobre as operações dos bancos vinculadas a moedas estrangeiras e/ou a operações com derivativos cambiais.

2 TENDÊNCIAS SOBRE OS APERFEIÇOAMENTOS DOS SISTEMAS REGULATÓRIOS

Sabe-se que o enfraquecimento das instituições multilaterais criadas no Acordo de Bretton Woods (1944), sobretudo do Fundo Monetário Internacional, significou a entrega das funções de regulação da liquidez global e de empréstador de última instância ao Federal Reserve e ao Tesouro americano, gestores exclusivos da moeda reserva internacional, a partir de 1947 (Plano Marshall). Diante das assimetrias provenientes da posição americana e das dificuldades de coordenação, o presidente francês Valéry Giscard d’Estaing tomou a iniciativa, em 1975, de reunir os chefes de Estado e de governo dos países centrais para discutir as principais questões mundiais. As preocupações desse fórum (G7) giravam em torno dos ajustes das políticas econômicas de curto prazo entre os países participantes. No mesmo período, foi criado o Basel Committee for Banking Supervision (BCBS), no âmbito do BIS, para funcionar como um fórum de discussões e debates visando ao aperfeiçoamento dos processos de supervisão bancária e de cooperação entre os diferentes órgãos nacionais – após a falência do Herstatt Bank, gerando incerteza no mercado internacional de moedas, em setembro de 1974. Embora sua representação permanecesse restrita aos países que compunham o G10,⁴ os entendimentos e acordos celebrados neste comitê tiveram influência sobre os instrumentos de regulação e de supervisão dos demais países. No âmbito do comitê foram negociados os Acordos de Basileia I e II, estabelecendo a necessidade de capital dos bancos em função dos ativos ponderados pelos riscos.⁵

Diante do espraio da crise sistêmica global, após a falência do Lehman Brothers, os países em desenvolvimento passaram a defender uma ampliação do sistema de coordenação internacional (concentrado no G8). A diplomacia

4. Composto pelos seguintes países: Alemanha, Bélgica, Canadá, França, Holanda, Itália, Japão, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos, Luxemburgo e Espanha.

5. Para uma discussão dos impactos do Acordo de Basileia II nos países em desenvolvimento, ver, entre outros, Freitas (2008) e Griffith-Jones; Kregel e Ocampo (2007).

brasileira – junto a outros países em desenvolvimento – defendia que o G20 financeiro –,⁶ um fórum econômico criado originalmente em 1999, que reunia os ministros das Finanças e os presidentes de bancos centrais de 19 países mais a União Europeia – seria mais efetivo se constituído como um plenário de líderes, devendo esse ser o principal *locus* decisório mundial, em lugar do G8, no qual os países em desenvolvimento não estavam representados, com exceção da Rússia (dado seu arsenal atômico). Na reunião conjunta do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial, no início de outubro de 2008, os países em desenvolvimento conseguiram convencer as economias industrializadas – sob a liderança do presidente George W. Bush – a convocar uma cúpula de coordenação da crise global. Assim, o governo brasileiro desempenhou papel crucial na convocação da cúpula, aproveitando-se do fato de que ocupava a presidência rotativa do grupo. Em 15 de novembro de 2008, foi realizado o primeiro encontro dos líderes dos países do G20 financeiro (Cúpula de Washington) a fim de “promover a compreensão mútua” quanto às causas da crise e de formular “um conjunto comum de princípios para a reforma dos regimes regulatórios e institucionais dos setores financeiros mundiais”.⁷

A magnitude das perdas e dos recursos públicos envolvidos na tentativa de se restabelecer a confiança revelou a fragilidade do sistema financeiro desregulamentado, liberalizado e supervisionado de forma displicente. O resgate das agências hipotecárias (Fannie Mae e Freddie Mac) e da seguradora American Insurance Group (AIG), bem como a falência dos bancos de investimento independentes de Wall Street (Bear Sterns e Lehman Brothers), de *hedge funds* e de fundos de investimentos explicitaram as conexões de um gigantesco sistema financeiro que proliferou inovações cada vez mais complexas e opacas. As instituições bancárias e não bancárias concederam empréstimos para compra de imóveis por meio de diferentes tipos de hipotecas, atraindo tomadores de maiores riscos. Em seguida, esses empréstimos foram reunidos e empacotados na forma de títulos passíveis de serem vendidos a diferentes investidores, em âmbito global (fundos de investimento, fundos de pensão, *hedge funds*,

6. Os países desenvolvidos e em desenvolvimento que compõem o G20 financeiro são: Alemanha, África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia. A União Europeia é representada pelos presidentes do Conselho Europeu e do Banco Central Europeu. Espanha e Holanda participaram das primeiras reuniões por convites realizados pelos anfitriões desenvolvidos. Das reuniões, participaram ainda representantes do Fundo Monetário Internacional (FMI), do Banco Mundial, da Organização Internacional do Trabalho (Cúpula de Londres) – em grande medida por insistência brasileira –, da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), da Organização Mundial do Comércio (OMC) e o secretário-geral da Organização das Nações Unidas (ONU). Esse conjunto de países representa cerca de 90% do PIB mundial, 80% do comércio internacional – incluindo o comércio entre países da União Europeia – e 2/3 da população do planeta. Para um panorama do papel do G20, ver, entre outros, Viana e Cintra (2010) e Galvão (2010).

7. G-20. *Declaration Summit on Financial Market and the World Economy, Leaders of The Group of Twenty*, Washington, DC, November 15, 2008. Acessível em: http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf

private equity funds, fundos soberanos e *special investments vehicles* – SIV).⁸ Os fluxos de pagamentos desses títulos foram divididos em *tranches* de diferentes riscos, compensando os detentores mais arriscados com juros mais elevados. As agências de classificação de risco de crédito certificaram esses títulos para que pudessem ser adquiridos pelos fundos de pensão e pelas companhias de seguro. Para facilitar a distribuição de alguns títulos mais arriscados, foi introduzido um derivativo de crédito (*credit default swaps*), ampliando a segurança contra a inadimplência dos emissores dos títulos. Em geral, esses ativos eram negociados em mercados de balcão, por meio de acordos bilaterais e sem câmara de compensação.⁹

Esse modelo de geração e distribuição de crédito – envolvendo um amplo conjunto de instituições e mercados – tem sido chamado de *global shadow financial system*, vale dizer, um “sistema financeiro na sombra”, ou paralelo. Essas instituições captavam recursos no curto prazo, operavam altamente alavancadas e investiam em ativos de longo prazo e ilíquidos. Mas, diferentemente dos bancos, eram frouxamente reguladas e displicentemente supervisionadas, sem reservas de capital, sem acesso aos seguros de depósitos, às operações de redesconto e às linhas de crédito de última instância dos bancos centrais. Dessa forma, eram altamente vulneráveis, seja a uma corrida dos investidores (saque dos recursos ou desconfiância dos aplicadores nos mercados de curto prazo), seja a desequilíbrios patrimoniais (FARHI; CINTRA, 2008).

A complexidade e a sofisticação dos novos instrumentos que vieram à tona com a crise financeira mascararam as incertezas e o entrelaçamento de riscos, tanto para os bancos como para as autoridades regulatórias. A proliferação de inovações exige constante monitoramento (pelos próprios bancos e pelas autoridades), porque não há nenhum mecanismo de segurança que impeça um movimento de percepção de risco indo em uma única direção (altista ou baixista, *bulls and bears*, na linguagem keynesiana). Caso ocorra uma “polarização de opiniões” comandada pelos baixistas, a formação de preços se torna errática, para não dizer inexistente. As flutuações pronunciadas nos preços dos ativos podem comprometer a liquidez e a solvência de todos os agentes (bancos, fundos de investimento, *hedge funds*, empresas e famílias). Tampouco há formas de impedir que, nos movimentos de euforia, os próprios bancos façam má avaliação de crédito, concentração de ativos e superalavancagem.

8. Para a UNCTAD (2008: p.2, grifos no original): “the problem with these investment vehicles is that they had a built-in maturity mismatch, and once they lost access to the market for asset-backed commercial paper, the parent banks had to step in and provide the necessary liquidity. Thus, a liquidity crisis which originated outside the banking sector immediately spilled over into the sector. This suggests that the involvement of banks with lightly regulated agencies that could conceivably transmit liquidity and solvency problems to the banking system should be either prohibited or reported in a fully transparent way”.

9. Em função das limitações do escopo, não será efetuada uma abordagem teórica das inovações financeiras e institucionais, nem será realizada uma análise da dinâmica da crise, por meio dos processos de inflação e de deflação dos ativos mobiliários e financeiros, característicos dos ciclos *finance-led*. Para essas discussões, ver, entre outros, Minsky (1986), Coutinho e Belluzzo (1996), Aglietta (2004), Kregel (2008b), Guttman e Plihon (2008), Freitas e Cintra (2008) e Aglietta, Moreau e Roche (2008), Tett (2009) e Roubini e Mihm (2010).

As implicações da crise para a governança do sistema financeiro internacional ainda não estão plenamente claras. No âmbito da cooperação internacional para o enfrentamento da crise financeira e para a coordenação das políticas de combate à recessão, o G20 financeiro construiu um “consenso temporário” entre os países-membros sobre a necessidade de reformar a supervisão e a regulação financeira, no intuito de prevenir a ocorrência de crises sistêmicas. A União Europeia e alguns países em desenvolvimento chegaram a defender a criação de um órgão regulador supranacional.¹⁰ Diante da frontal oposição dos Estados Unidos, concordaram em reforçar seus próprios sistemas regulatórios, além de aprofundar a cooperação internacional, mediante aperfeiçoamentos nas regras definidas pelos acordos de Basileia (FARHI, 2010).

A despeito da forte pressão dos *lobbies* financeiros – praças de Wall Street, City de Londres, Paris, Frankfurt, Cingapura, Tóquio, São Paulo etc. –, a partir do momento em que os mercados financeiros retornaram aos negócios – *business as usual* –, recuperaram os preços dos ativos e promoveram novas rodadas de alavancagens das instituições, valendo-se, inclusive, dos fundos públicos aportados a custo praticamente zero – quer pelos bancos centrais, quer pelos Tesouros nacionais – para prover liquidez aos sistemas. Em julho de 2010, o congresso americano fechou um acordo – sancionado pelo presidente Barack Obama – sobre a reforma de seu sistema financeiro doméstico. Acordou-se a criação de uma agência de proteção ao consumidor para regular os produtos financeiros (cartões de crédito, hipotecas, empréstimos etc.), bem como a criação de um conselho de supervisão para acompanhar o risco sistêmico, ampliando a autoridade do Fed sobre os grandes conglomerados. Criaram-se ainda regras para a liquidação de instituições falidas, sem ônus para os contribuintes. Parte dos derivativos de balcão – trocas de taxas de juros, de câmbio e derivativos de crédito – passará a ser negociada em bolsas de liquidação e compensação. Além disso, a chamada “regra Volcker” – proposta pelo ex-presidente do Fed, Paul Volcker – limitará as operações de tesouraria em fundos de *hedge* e em fundos de *private equity* em 3% do capital dos bancos. As instituições geradoras de ativos financeiros complexos (securitização de hipotecas, por exemplo) deverão reter uma parte dos riscos em seus balanços.

Representam avanços, mas tímidos, pois fáceis de serem burlados por meio de “contabilidade criativa”, sobretudo as duas últimas restrições.¹¹ Dessa forma, defende-se

10. Pouco antes do início da reunião do G20, realizada em setembro de 2009, o presidente da Comissão Europeia, José Manuel Barroso afirmava, num comunicado, que a implementação de um sistema europeu de supervisão e regulação “deveria também inspirar um sistema global, e nós defenderemos isto em Pittsburg” (disponível em: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>).

11. O relatório do Counterparty Risk Management Policy Group III (CRMPG III, 2008), por exemplo, recomendou: *i*) criação de uma câmara de compensação para os derivativos de balcão; *ii*) exigências de que as contrapartes em certas operações no mercado de balcão sejam “suficientemente sofisticadas para entender as operações e seus riscos”; e *iii*) mudanças na contabilização dos ativos lastreados em crédito – incluindo os já existentes –, que deixariam de ser considerados “fora de balanço” e passariam a ser incluídos nos balanços. Essa última recomendação provocaria um forte aumento do capital regulatório e obrigaria muitas instituições a captar elevados montantes de capital. Todavia, “por mais custosas que venham a ser essas reformas, esse custo será minúsculo se comparado às centenas de bilhões de dólares em créditos em liquidação que as instituições financeiras tiveram de enfrentar nos últimos meses, para não falar das distorções e dos deslocamentos econômicos ocasionados pela crise”.

a hipótese de que a regulamentação financeira “substantiva” – com repercussões globais – está sendo negociada no Comitê de Basileia de Supervisão Bancária, ampliado para a participação de 27 bancos centrais e de agências de regulação, por meio de um Acordo de Basileia III.¹² A fim de prevenir futuras crises financeiras sistêmicas, procuram-se estabelecer novas regras de capital,¹³ inclusive a qualidade do capital (ações ordinárias, preferenciais e outros instrumentos), um grau de alavancagem total, um índice de liquidez e uma reserva adicional de capital (estimada em 2%, a ser acumulada nos períodos de bonança e utilizada em épocas desfavoráveis).¹⁴

Segundo o documento *The Group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package*, do dia 26 de julho de 2010:

Governors and Heads of Supervision are deeply committed to increase the quality, quantity, and international consistency of capital, to strengthen liquidity standards, to discourage excessive leverage and risk taking, and reduce procyclicality. Governors and Heads of Supervision reached broad agreement on the overall design of the capital and liquidity reform package. In particular, this includes the definition of capital, the treatment of counterparty credit risk, the leverage ratio, and the global liquidity standard. The Committee will finalise the regulatory buffers before the end of this year.

Esses índices devem ser anunciados na reunião do Comitê de Basileia de setembro de 2010. O comitê estima um volume de capital adicional a ser exigido dos bancos em âmbito global em cerca de US\$ 1 trilhão. Dessa forma, argumenta-se que o Basileia III forçará os bancos globalmente a assumirem menos riscos e a serem mais bem capitalizados, enquadrados em normas de capital ponderado pelos riscos e em sistemas de monitoramento e de gestão de riscos cada vez mais sofisticados, naquilo que vem sendo chamado de autorregulação supervisionada (GUTTMANN, 2008).¹⁵

12. Por proposta do G20, o Brasil e outros emergentes (Rússia, Índia e China) passaram a integrar o Conselho de Estabilidade Financeira (Financial Stability Board, FSB) e o Comitê de Basileia. Em 9 de dezembro de 2009, o Banco Central do Brasil passou a integrar, formalmente, o Comitê sobre Sistema Financeiro Global e o Comitê sobre Mercados no âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS), com direito a voz e voto. O primeiro tem como função monitorar os mercados financeiros, com objetivo de identificar e avaliar fontes potenciais de instabilidade. O segundo acompanha a evolução e as tendências dos mercados financeiros. No FSB, o Brasil passou a ser representado pelo Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários e Ministério da Fazenda.

13. O sistema bancário brasileiro, por exemplo, tem exigência de capital de 11% dos ativos ponderados pelos riscos, mas opera com 18%.

14. Para outras propostas, ver Roubini e Mihm (2010), Carvalho e Kregel (2009), Aglietta e Rigot (2008); Roubini (2008) e Buitier (2008a), Goodhart e Persaud (2008) e Kregel (2008a).

15. Cf. Kodres e Narain (2010, p.3) expressam um relativo otimismo com as novas regras: “Banks are expected to return to their more traditional function as stricter regulation will limit the risks and activities that banks can undertake. (...) The global financial system is likely to be smaller, and less levered, than in the recent past, and could well be less innovative and dynamic, at least for a while”. Seguramente a “regulation will limit the risks”, provavelmente até que surjam inovações financeiras capazes de contorná-las, se forem efetivas. Ou seja, o “for a while” deve persistir até que surja um novo ciclo de crescimento, impulsionado por um ciclo de crédito, um ciclo de ativos financeiros e um ciclo de investimento e consumo. Os autores agradecem a Dante Ricardo Chianamea por esses comentários.

As novas regras prudenciais devem começar a vigorar em 2012, com o prazo de adaptação dos bancos, para implementar as exigências de mais capital próprio e de liquidez estendido para 2015, em alguns casos, e para 2018, na maioria dos casos. Essa dilatação dos prazos tenta acomodar as especificidades dos diferentes sistemas financeiros domésticos. Os países europeus, por exemplo, liderados pela Alemanha e pela França, onde a crise financeira privada ameaçou se transformar em uma crise financeira pública (Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália) diante dos elevados recursos necessários para promover o resgate das instituições financeiras, temem que seus bancos e suas economias não sejam capazes de suportar o peso de novas exigências de capital antes de uma recuperação sustentada da atividade econômica.

3 AS IMPLICAÇÕES DA CRISE PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

As propostas de aperfeiçoamento dos mecanismos de regulamentação, que surgiram até o momento, além de terem como foco os sistemas financeiros dos países avançados e o sistema financeiro internacional,¹⁶ abstraem duas questões fundamentais – intrinsecamente relacionadas – destacadas por Keynes. Em primeiro lugar, a natureza hierárquica e assimétrica do sistema monetário internacional. Em segundo lugar, as características desse sistema (além dessa natureza, a forma da moeda internacional, o regime de câmbio e o grau de mobilidade dos capitais) moldam o perfil das finanças internacionais em cada período histórico.

Apesar das diferentes características dos sistemas monetários internacionais que se sucederam desde o século XIX, a solução prática para a inexistência de uma verdadeira moeda internacional¹⁷ foi semelhante. Como destaca Brunhoff (1996), a partir de um compromisso entre os países avançados (ou desenvolvidos), que reflete as relações de poder subjacentes, estabeleceu-se uma divisa-chave,¹⁸ a moeda do país hegemônico, a qual passa a exercer as funções da moeda em âmbito internacional, quais sejam: *i*) meio de pagamento; *ii*) unidade de conta e de denominação dos contratos; e *iii*) reserva de valor. No entanto, esse compromisso tem um caráter ambíguo, ou melhor, contraditório, já que a divisa-chave, situada no topo da pirâmide, também é um ativo financeiro, em concorrência com outras divisas.

Além da posição superior da divisa-chave, existe uma assimetria no sistema monetário internacional entre as divisas conversíveis dos países desenvolvidos, que ocupam uma posição intermediária na hierarquia – pois desempenham de

16. Os trabalhos desenvolvidos no âmbito da *UNCTAD* (2004, 2007 e 2009) têm sido exceções.

17. Alguns autores heterodoxos enfatizam a impossibilidade lógica de uma moeda nacional exercer as funções de uma moeda internacional, como Guttman (1994) e Schmitt (1975 e 1977). Este autor, o principal representante da teoria do circuito monetário de produção, desenvolve uma análise detalhada desta impossibilidade, a partir da ideia de uma hierarquia da moeda-crédito. Sobre essa abordagem, ver Freitas (1997).

18. Utilizam-se aqui os conceitos de moeda e de divisa propostos por Aglietta (1986), segundo o qual a moeda é soberana no seu espaço nacional e se torna uma divisa quando passa a circular em âmbito internacional.

forma secundária as funções da moeda em âmbito internacional – e aquelas dos países em desenvolvimento que se inseriram na globalização financeira, convertendo-se em países emergentes.¹⁹ As moedas emitidas por esses países são, de forma geral, incapazes de desempenhar essas funções, constituindo, assim, divisas inconversíveis, que se situam no piso da hierarquia.

No sistema monetário internacional que emergiu após a ruptura do sistema de Bretton Woods (1944-1971) e que se consolidou com a retomada da hegemonia americana, a hierarquia de moedas revelou-se ainda mais assimétrica, em função do caráter fiduciário da moeda-chave, garantindo aos Estados Unidos um grau de liberdade quase ilimitado na gestão das suas políticas cambial, monetária e fiscal. As demais características desse sistema – câmbio flexível e livre mobilidade de capitais – reforçaram essa autonomia e, ao mesmo tempo, imprimiram ao sistema uma instabilidade intrínseca, que atingiu de forma perversa os países emissores de divisas inconversíveis.

Isso porque esses países estão sujeitos a duas assimetrias intrinsecamente vinculadas. À assimetria monetária – referente à natureza hierárquica do sistema monetário internacional – sobrepõe-se a assimetria do sistema financeiro internacional – possuidora de duas dimensões. A primeira refere-se aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países emergentes. Esses fluxos dependem, em última instância, de uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis à sua reversão, decorrente seja de mudanças na fase do ciclo econômico e/ou na política monetária dos países centrais, seja do aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais. A segunda dimensão diz respeito à sua inserção marginal nos fluxos de capitais globais. Malgrado o crescimento da participação dos ativos emitidos por esses países nos portfólios dos investidores residentes nas economias avançadas ao longo dos anos 1990, essa participação ainda é residual (OBSTFELD; TAYLOR, 2004).

As assimetrias monetária e financeira, que se autorreforçam, têm dois importantes desdobramentos para a dinâmica dos mercados cambiais e financeiros dos países emergentes. Em primeiro lugar, esses mercados são especialmente vulneráveis à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais. Nos momentos de reversão do ciclo e de aumento da preferência pela liquidez, os ativos financeiros “emergentes”, por não desempenharem a função de reserva de valor e, assim, não cumprirem o papel de “receptáculo” da incerteza em âmbito mundial, são alvos dos movimentos de fuga para a qualidade dos investidores globais. Em segundo lugar, o fato de uma proporção marginal dos fluxos ser alocada nesses mercados contribui, igualmente, para a sua maior volatilidade. Se, de forma geral,

19. A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (Chesnais, 1996). Todavia, a globalização financeira é, além de assimétrica (questão que se desenvolve a seguir), excludente. Somente um pequeno grupo de países em desenvolvimento tornou-se destino dos fluxos de capitais privados nos anos 1990 e 2000.

o grau de instabilidade das aplicações é maior no caso dos ativos estrangeiros em relação aos nacionais (PLIHON, 1996), no caso dos ativos “emergentes” essa instabilidade tende a ser ainda maior, dados os impactos igualmente marginais da venda desses ativos sobre a rentabilidade dos portfólios globais. Todavia, a despeito da sua natureza residual, os efeitos potencialmente instabilizadores dos fluxos de capitais sobre os mercados cambiais e financeiros das economias emergentes são significativos, uma vez que, em relação ao tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal (AKYÜZ; CORNFORD, 1999).

Adicionalmente, como esses mercados, em sua maioria, são pouco líquidos e profundos, vendas por parte desses investidores resultam em depreciações cambiais e quedas significativas dos preços dos ativos, com potenciais repercussões deletérias sobre outros segmentos do mercado financeiro, bem como sobre a dinâmica macroeconômica e o nível de atividade (STUDART, 2003). Essas repercussões também estão associadas ao chamado *currency mismatch* dos balanços dos bancos, das empresas e dos governos com dívidas em moeda estrangeira, o que constitui uma das consequências da assimetria monetária – associada, especificamente, à incapacidade das divisas inconvertíveis exercerem a função de unidade de denominação de contratos no mercado internacional.

Esses desdobramentos adversos ficaram evidentes na crise que se originou no centro do sistema financeiro global, nos Estados Unidos. Como enfatizado, a crise espalhou-se, por meio de diversos mecanismos de transmissão, para os países em desenvolvimento, cujas empresas e bancos não tinham vínculos com os títulos associados às hipotecas *subprime*.²⁰ Exatamente em função das assimetrias, no momento mais agudo da crise – a partir de 15 de setembro de 2008, quando a falência do banco Lehman Brothers a converteu num fenômeno sistêmico –, esses movimentos tiveram efeitos instabilizadores sobre os mercados de câmbio dos países em desenvolvimento. Considerando uma ampla amostra de países avançados e em desenvolvimento, no último trimestre de 2008, enquanto as moedas emergentes depreciaram, em média, 9,9% frente ao dólar, as moedas dos países avançados apreciaram 12,7%, também frente ao dólar (gráfico 1). Nem mesmo economias emergentes com fundamentos macroeconômicos relativamente sólidos ficaram incólumes ao efeito-contágio da crise (em julho de 2008, a China já havia fixado sua taxa de câmbio em relação ao dólar).²¹ As diferenças nesses fundamentos resultaram em trajetórias diferenciadas das taxas de câmbio emergentes somente num segundo momento (especificamente, em 2009), como detalhado no final desta seção.

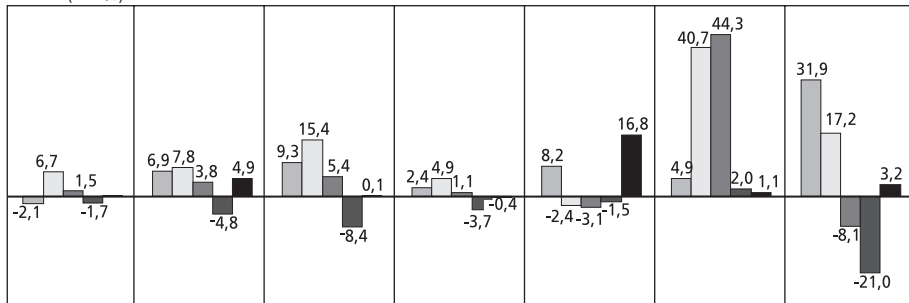
20. Segundo o periódico *The Economist* (2008, p.23): “Unlike many previous emerging-market crises, today’s mess spread from the rich world, largely thanks to increasingly integrated capital markets”.

21. Cf. Slater (2008): “even countries with comparatively solid balance sheets are seeing their outlook darken as access to credit tightens and global economic growth slows sharply”.

Após essas considerações sobre a natureza hierárquica e assimétrica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo e suas implicações para os países emergentes, é importante lembrar a proposta de Keynes na Conferência de Bretton Woods (1944). A ideia básica de Keynes era estender à esfera internacional os princípios bancários aplicados ao âmbito nacional. A International Clearing Union, um banco central dos bancos centrais, emitiria uma moeda bancária internacional de natureza pública, o *bancor*, que liquidaria posições entre os bancos centrais: déficits e superávits dos países resultariam em, respectivamente, reduções e aumentos dos *bancor* dos bancos centrais nacionais junto à International Clearing Union. Os negócios privados seriam realizados nas moedas nacionais, que estariam vinculadas ao *bancor* mediante um sistema de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis (KEYNES, 1943 e 1944). O *bancor* não seria passível de entesouramento pelos agentes privados – assim seria eliminada a demanda pela moeda-chave enquanto ativo financeiro e instrumento universal da preferência pela liquidez.

GRÁFICO 1

Varição das taxas de câmbio de grupos de países em períodos selecionados (2008-2010)
(Em %)



Média dos países Avançados

Média dos países Emergentes

América Latina

Ásia

Leste Europeu

CEI

África do Sul

■ 15/09/08 a 15/10/08

■ 15/09/08 a 31/12/08

■ 15/09/08 a 31/12/09

■ 2009

■ 1º semestre de 2010

Fonte: Bloomberg.

Elaboração dos autores:

1. Países emergentes = Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, China, Cingapura, Coreia do Sul, Hong Kong, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, Tailândia, Taiwan, Vietnã, Bulgária, Hungria, Romênia, Ucrânia, Rússia, Letônia, Estônia, Turquia, África do Sul.

2. Países avançados = Austrália, Canadá, Zona Euro, Inglaterra, Japão, Noruega, Suécia e Suíça.

Nesse sistema, os problemas de liquidez ou solvência dos países de menor poder financeiro – isto é, que ocupam posições inferiores na hierarquia monetária; no contexto atual, os emergentes, cujas moedas não se convertem em divisas, pois não desempenham, em âmbito internacional, as funções monetárias – não teriam mais de ser resolvidos “mediante a busca da confiança nos mercados de capitais” (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p.60). O banco central dos bancos centrais teria a função de administrar, de forma consciente, as necessidades de liquidez do

comércio internacional e os desequilíbrios de balanço de pagamento entre credores e devedores. Com isso, os ajustamentos deflacionários seriam evitados e as economias nacionais poderiam sustentar suas trajetórias em direção ao pleno emprego.

Assim, essa proposta tinha como um dos seus elementos centrais a redução das assimetrias entre países credores e devedores, evitando os ajustamentos deflacionários que distanciavam as economias do pleno emprego (BELLUZZO, 2005). Atualmente, uma reforma do sistema monetário e financeiro internacional nos moldes propostos por Keynes e uma consequente atenuação das assimetrias deste sistema certamente contribuiria para ampliar a autonomia da política macroeconômica, bem como para reduzir a vulnerabilidade dos países em desenvolvimento aos *sudden stops* dos fluxos de capitais e, *pour cause*, a episódios de instabilidade cambial, que podem culminar em graves crises financeiras.

Esse tipo de reforma, todavia, permanece uma “utopia monetária”, mesmo após a eclosão da crise das hipotecas *subprime* – indubitavelmente, a mais profunda desde 1929. O movimento de “fuga para o dólar” evidencia o papel ainda inquestionável da moeda americana como divisa-chave do sistema. Então, quais seriam as alternativas de política disponíveis para que os países emergentes ampliassem seu raio de manobra na gestão macroeconômica a fim de atingirem níveis elevados de emprego e progresso social, bem como para que minimizassem sua suscetibilidade às vicissitudes do mercado financeiro internacional?

Num primeiro momento, a crise revelou que a adoção de políticas macroeconômicas prudentes e o acúmulo de volumes expressivos de reservas cambiais pelos países emergentes não foram suficientes para torná-los imunes aos riscos sistêmicos intrínsecos à globalização financeira e às finanças de mercado. Vale lembrar que, na América Latina e na Ásia, os regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais) – que se provaram suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e aos ataques especulativos – cederam lugar aos regimes de câmbio flutuante, com graus diferenciados de intervenção.²² Ou seja, foram substituídos por um sistema intermediário, os regimes de flutuação suja – nos quais a presença dos bancos centrais constituiu a regra, e não a exceção (BIS, 2005a; 2005b).

As intervenções constantes e expressivas dos bancos centrais nos mercados de câmbio mediante a compra de divisas estiveram vinculadas ao chamado “motivo mercantilista” (a manipulação da taxa de câmbio no sentido de garantir uma inserção comercial virtuosa) e/ou à ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais

22. Uma exceção foi o regime de câmbio fixo adotado pela Malásia entre setembro de 1998 e julho de 2005. Na esteira da mudança do regime cambial promovida pelo Banco Popular da China — que comunicou, em 21 de julho de 2005, a adoção de um regime de “flutuação controlada baseada na oferta e demanda de mercado, com referência a uma cesta de moedas” —, a Malásia também passou a adotar um regime de flutuação cambial. Para a experiência da Malásia, ver, Sicsú e Carvalho (2006). Para diferentes discussões sobre os controles de capitais, ver Amado (2006), Carvalho (2006), Carvalho e Sicsú (2006) e Modenesi e Modenesi (2006).

(a chamada “demanda precaucional” por reservas).²³ Enquanto, entre 1998 e 2002, tal padrão foi mais nítido nos países do Sudeste Asiático (AIZENMAN; LEE; RHEE, 2004, DOOLEY; FOLKERTS-LANDAU; GARBER, 2004), após 2003, beneficiadas pela alta nas cotações das *commodities*, várias economias da América Latina passaram a replicar a estratégia asiática de acumulação de reservas (IMF, 2006). Essa alta também possibilitou à região tornar-se superavitária em transações correntes entre 2003 e 2007. Por seu turno, os países do Leste Europeu não seguiram seus congêneres asiáticos e latino-americanos. Ao contrário, num contexto de taxas de câmbio estáveis em relação ao euro, dada a perspectiva de integração com a União Europeia, acumularam déficits expressivos em transações correntes, tornando-se dependentes dos fluxos de capitais externos para fecharem seus balanços de pagamento (tabela 1).²⁴

Apesar de alguns analistas defenderem que a “demanda precaucional” e não o “motivo mercantilista” seria o determinante mais geral da política de acúmulo de reservas pelos países asiáticos e, em menor medida, latino-americanos (AIZENMAN; LEE; RHEE, 2004), esses objetivos estão estreitamente vinculados e se autorreforçam. Isto porque essa manipulação é fundamental para a obtenção de superávits em conta-corrente e, assim, de um ingresso líquido de divisas genuinamente obtidas pelos países. Não há dúvida de que reservas acumuladas, com base nesses superávits (e nos fluxos de investimento externo direto), são mais apropriadas do que aquelas obtidas a partir do ingresso de fluxos de capitais voláteis (investimento de portfólio e empréstimos bancários de curto prazo).

A importância da composição dos superávits externos (e, assim, das reservas internacionais) explicitou-se com os impactos diferenciados da crise sobre as taxas de câmbio dos países emergentes. Esses impactos foram mais significativos não somente em países como África do Sul e Turquia, com elevados déficits em transações correntes (7,1% do PIB e 7,3% do PIB respectivamente em 2007, segundo o IMF), mas também naqueles que ampliaram seu grau de abertura financeira durante a fase de abundância de liquidez internacional (2003-2007) e absorveram volumes expressivos desses fluxos (e/ou possibilitaram transações de *hedge* e especulação nos mercados de derivativos de câmbio). Nesse grupo, encontram-se o Brasil e a Coreia do Sul, cujas moedas também sofreram fortes depreciações após a eclosão e o aprofundamento da crise (gráfico 2), a despeito de terem registrado superávits em transações correntes em 2007 (que se converteram em déficit em 2008) e possuírem volumes elevados de reservas internacionais (em setembro, US\$ 205,5 bilhões e US\$ 239,7 bilhões, segundo o periódico *The Economist*).

23. A esse respeito, ver Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2005) e Aizenman, Lee e Rhee (2004).

24. A maioria dos países em desenvolvimento aproveitou a abundância de reservas para liquidar as dívidas contraídas com o FMI, resultando em um fluxo de recursos oficiais negativo. Com isso, o FMI acumulou disponibilidade de US\$ 200 bilhões para empréstimos suplementares. Durante a crise, o fundo viabilizou uma linha de crédito de curto prazo (3 a 6 meses), limitada a até cinco vezes a cota de cada país, sem condicionalidades, a fim de oferecer liquidez imediata a países com problemas de fluxo de recursos (não de solvência). Para uma ampla discussão do processo de reestruturação do FMI, ver Akyüz (2006).

TABELA 1.

Fluxo líquido de capitais privados, resultado em conta-corrente e reservas internacionais dos países em desenvolvimento (2002-2008)

(Em US\$ bilhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 ¹	2011 ²
F. líquido capital priv.	60,6	178,6	230,3	289,3	254,2	689,3	179,2	180,2	209,8	211,5
Inv. Estrangeiro Direto	150,0	147,8	186,7	252,1	255,8	412,1	439,9	274,8	294,1	322,6
Portfólio	-45,8	3,1	23,1	36,5	-43,4	88,6	-84,7	23,2	-27,8	-22,4
Outros ²	-43,5	27,7	20,5	0,7	41,8	188,6	-176,0	-117,9	-56,5	-88,8
Fluxo oficial líquido	17,6	-54,4	-63,0	-105,8	-193,6	-98,4	-116,9	80,2	-2,3	-85,6
Conta-corrente (emerg.)	80,5	149,0	222,3	449,7	665,6	657,9	709,2	321,7	420,1	491,1
Ásia	66,9	85,0	92,9	167,5	289,2	414,7	424,1	319,0	349,7	389,9
América latina	-16,2	9,2	21,4	36,7	49,8	14,8	-26,7	-18,6	-47,3	-59,9
Oriente Médio e norte da África	31,4	63,9	106,2	219,2	286,4	279,2	347,8	34,8	119,1	174,0
África Subsaariana	-12,6	-12,7	-8,5	-2,7	31,0	10,1	8,6	-18,1	-17,1	-22,0
Europa Central e Leste	-19,3	-32,2	-53,2	-58,5	-87,1	-132,6	-152,1	-37,9	-63,0	-72,4
Comun. Estados Independentes	30,3	35,7	63,5	87,5	96,3	71,7	107,5	42,6	78,6	81,4
Memorandum										
Exportadores de petróleo	60,6	107,8	188,7	355,6	481,7	441,9	602,2	136,7	300,0	365,1
Reservas internacionais	1.032,7	1.363,7	1.815,3	2.310,6	3.080,8	4.377,3	4.961,4	5.500,2	6.132,5	6.740,7
Ásia	497,1	671,1	935,8	1.157,7	1.491,5	2.131,6	2.537,4	2.998,2	3.446,2	3.865,6
América Latina	160,5	195,4	220,6	255,3	310,3	445,1	497,5	555,3	604,0	641,2
Oriente Médio e norte da África	188,9	250,2	313,8	436,5	597,5	839,0	1.001,6	993,6	1.053,6	1.124,6
África Subsaariana	35,2	38,9	60,5	80,5	113,7	144,7	155,5	147,3	160,1	176,2
Europa Central e Leste	92,8	115,9	135,8	166,2	211,7	268,1	265,5	287,8	308,9	362,2
Comun. Estados Independentes	58,1	92,3	148,8	214,4	356,1	548,7	504,0	518,1	559,8	606,9
Memorandum										
Exportadores de petróleo	214,9	291,7	419,1	612,9	927,2	1.343,1	1.474,2	1.444,9	1.541,4	1.663,3

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, April 2010, Table A13, Table B15 e Table A15 do Statistical Appendix (<http://www.imf.org>).

Notas: 1. Projeções do.

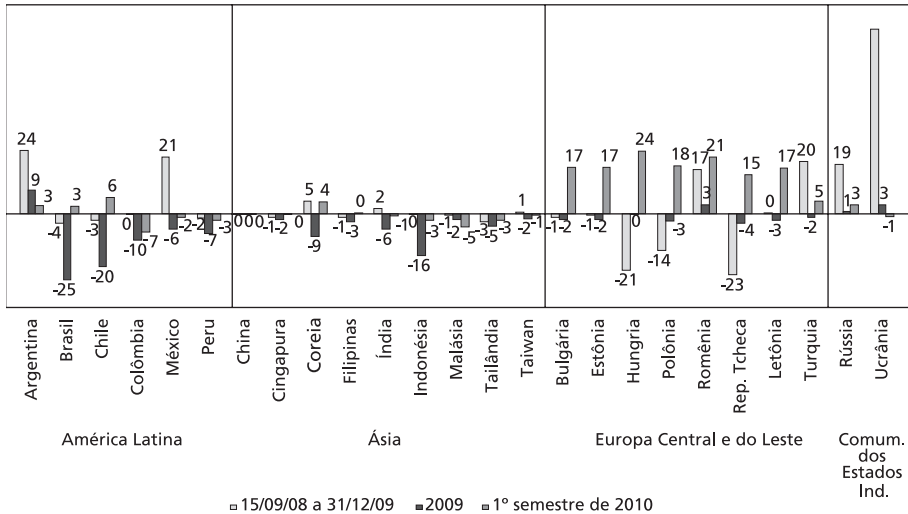
2. Inclui empréstimos bancários, emissão de bônus, *commercial papers*, notes etc.

Todavia, o fato de a crise, inicialmente, ter-se circunscrito aos países avançados, somado à situação macroeconômica saudável da maioria das economias emergentes (contas fiscais equilibradas, superávits em transações correntes e acúmulo de expressivos volumes de reservas internacionais) e ao desempenho favorável da atividade econômica no primeiro semestre de 2008, levou vários analistas a defenderem a hipótese do “descolamento” (*decoupling*). De acordo com essa hipótese, essas economias – que foram responsáveis por cerca de 60% do crescimento da economia mundial no quinquênio 2003-2007 (CEPAL, 2008) – seriam capazes de sustentar seu dinamismo e de se manterem imunes ao contágio da crise.

GRÁFICO 2

Variação das taxas de câmbio de países emergentes em períodos selecionados (2008-2010)

(Em %)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração dos autores.

Os proponentes da ideia do descolamento desconsideraram a natureza assimétrica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, aqui destacada, bem como as múltiplas relações de interdependência entre esses grupos de países (avançados e em desenvolvimento), associada ao contexto de globalização financeira e produtiva.²⁵ Essas relações de interdependência resultaram na existência de vários canais de irradiação da crise financeira para os países em desenvolvimento, muitos dos quais se autorreforçaram (CEPAL, 2008; THE ECONOMIST, 2008; IMF, 2008a, 2008b, 2008c e 2009).²⁶ Entre os mecanismos de transmissão que surtiram impacto direto sobre os mercados de câmbio e o balanço de pagamentos (conta-corrente ou capital e financeira), destacam-se: *i*) a retração dos investimentos de portfólio num contexto de crescente aversão ao

25. Para uma discussão sobre as cadeias produtivas globais, ver, entre outros, Sturgeon (2002), Furtado (2003), Andrade (2004) e Cepal (2008).

26. Relatório do FMI (*World Economic Outlook*, capítulo 4, 2009) examina os mecanismos de contágio da crise para os países em desenvolvimento, destacando essas relações de interdependência e enfatizando o papel dos vínculos financeiros na transmissão da crise. Mantém, contudo, a defesa da integração financeira internacional: "For emerging economies, the current level of financial stress is already at the peaks seen during the 1997-98 Asian crises. There is a strong link between financial stress in advanced and emerging economies, with crises tending to occur at the same time. The large common impact of the current crisis, across all regions of emerging economies, is therefore not unexpected. Transmission is strong to emerging economies with tighter financial links to advanced economies (...). Taking a long-term perspective, financial integration is an essential part of prospering world economy. As growing financial linkages increase the transmission of stress, there is a need to enhance multilateral insurance against external financial shocks, especially to well-governed countries that have opened their economies to the rest of world" (IMF, 2009, p.140-142).

risco e preferência pela liquidez; *ii*) a diminuição e, após a falência do Lehman Brothers, a virtual interrupção dos créditos externos (empréstimos, bônus, *commercial papers* etc.), inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior; *iii*) a redução dos fluxos de investimento direto externo diante da desaceleração nos países avançados; *iv*) a queda da demanda externa desses países e dos preços das *commodities*; *iv*) o aumento das remessas de lucros pelas filiais das empresas transnacionais e dos bancos estrangeiros; e *v*) a redução das transferências unilaterais dos imigrantes.

Dois canais adicionais, que não têm impactos diretos sobre as contas externas, verificaram-se em alguns países. Em primeiro lugar, a retração mais forte do crédito interno pelas filiais dos bancos estrangeiros (países do Leste Europeu, por exemplo). Em segundo lugar, as operações com derivativos cambiais, os quais desempenharam um papel importante nas depreciações cambiais na Coreia do Sul, no Brasil e no México. Contudo, os impactos desses diversos mecanismos sobre os países diferenciaram-se em função de um conjunto de fatores, além da situação das contas-correntes e financeira (supracitadas), entre os quais: *i*) dos regimes cambiais e monetários vigentes; *ii*) do perfil da inserção comercial; *iii*) do grau de abertura financeira; *iv*) das características dos mercados financeiros internos; e *v*) do grau de internacionalização da estrutura produtiva e da financeira.

No caso de várias economias da Europa Central e do Leste (como Ucrânia, Romênia, Hungria, Letônia e Estônia), com elevada dependência da absorção de fluxos de capitais para financiar os expressivos déficits em transações correntes, a reversão desses fluxos explicaram as desvalorizações expressivas das suas moedas (gráficos 1 e 2).²⁷ Nos anos precedentes, essas economias absorveram volumes expressivos de empréstimos externos, que fomentaram ciclos de crédito e bolhas imobiliárias, semeando fragilidades nos respectivos sistemas bancários. A oferta e a demanda por esses recursos foram estimuladas pelo diferencial entre os juros externos e internos e pelas taxas nominais de câmbio estáveis ou com tendência de apreciação (diante da perspectiva de integração na área euro). Essa combinação de preços-chave – associada às políticas monetárias restritivas voltadas à contenção das pressões inflacionárias provenientes da alta dos preços das *commodities* e das taxas elevadas de crescimento – estimulou operações de arbitragem (conhecidas como *carry-trade*),²⁸ a partir da captação de recursos em moedas com baixas taxas de juros (principalmente iene, euro e franco suíço), bem como de endividamento imobiliário nessas moedas (euro e franco suíço). Ademais, a elevada presença dos bancos estrangeiros nos sistemas financeiros domésticos foi um canal adicional de

27. As moedas de várias dessas economias somente sofreram depreciação após a crise assumir dimensões sistêmicas. O atrelamento ao euro (que se apreciou em relação do dólar no primeiro semestre de 2008) e as taxas de juros internas elevadas contribuíram para explicar essa resistência.

28. Para operações de *carry-trade* entre Chile e Brasil, ver Dodd e Griffith-Jones (2007).

contágio, uma vez que esses contraíram suas operações locais diante das perdas nos países de origem e de reversão das expectativas de valorização dos ativos domésticos, levando ao estouro das bolhas imobiliárias (IMF, 2008a; 2008b; UNCTAD, 2008; THE ECONOMIST, 2008).

Nas demais posições de destaque no *ranking* das moedas que mais perderam valor, aparecem países com superávits em transações correntes (ou pequenos déficits) e volumes expressivos de reservas internacionais, mas que ampliaram sua abertura financeira nos últimos anos e absorveram montantes expressivos de recursos de curto prazo (investimento de portfólio e/ou empréstimos bancários), como Rússia, Índia, Chile, México, Brasil e Coreia do Sul (gráfico 2). Nos três últimos casos, a desmontagem das operações realizadas nos mercados de derivativos de câmbio também teve papel fundamental nas trajetórias das taxas de câmbio, após o aprofundamento da crise.

Esses países (Brasil, México e Coreia do Sul) adotaram, após as respectivas crises cambiais dos anos 1990, a mesma combinação de política macroeconômica – regimes cambiais de flutuação suja e metas de inflação – e aprofundaram sua integração financeira com o exterior. O maior risco cambial, associado ao aumento da participação de investidores externos,²⁹ resultou no aprofundamento (aumento da liquidez e dos volumes negociados) dos respectivos mercados de derivativos financeiros – organizados ou de balcão. A presença de bancos estrangeiros (elevada no caso do México e relevante nos casos do Brasil e da Coreia do Sul) também contribuiu para esse aprofundamento, na medida em que essas instituições têm expertise na montagem de operações com esses instrumentos nos mercados domésticos e nos estrangeiros (que negociam, por exemplo, o chamado *non-deliverable forwad* – NDF).³⁰

Outro denominador comum das experiências brasileira, mexicana e coreana foi a combinação de preços-chave vigente nos últimos anos. Diante do aumento das pressões inflacionárias, associado à alta dos preços das *commodities*, a adoção de políticas monetárias com viés restritivo e a apreciação cambial foram

29. No Brasil, a participação, sem restrições, desses investidores nos mercados de derivativos financeiros domésticos foi autorizada pela Resolução n. 2.689 de 26/01/2000. Essa resolução também ampliou o grau de abertura dos demais segmentos do mercado financeiro doméstico, ao extinguir as diferentes modalidades de aplicação dos investidores não residentes mediante o então mercado de câmbio comercial (Anexos I, II, III e IV, Fundos de investimento estrangeiros) e ao instituir uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual esses investidores têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes. Para uma discussão sobre a abertura financeira brasileira, ver Prates (2006).

30. Cf. Farhi (2009, p.80): “os NDF são conceitualmente similares a uma operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento e a liquidação financeira na data do vencimento é feita em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível. Esse mecanismo permite negociar *offshore* moedas da Ásia, da África e da América Latina sem entrega efetiva (com a possibilidade, portanto, de vender o que não se possui, isto é, de vender a descoberto) e sem precisar negociar nos mercados locais, evitando os riscos de conversibilidade dessas moedas e os custos de manter contas locais”.

os mecanismos utilizados para lograr o cumprimento das metas de inflação. Apesar das diferenças de intensidade (ambos os mecanismos foram levados ao limite no caso brasileiro), a combinação gerou, nos três países, não somente distorções macroeconômicas (deterioração do resultado em transações correntes), mas também microeconômicas.

Isso porque a perda de competitividade das exportações induziu a busca de *hedge* e/ou de ganhos especulativos (exatamente para atenuar essa perda) pelas empresas exportadoras mediante operações com derivativos vinculados à taxa de câmbio. Nos três casos, predominaram complexos contratos de balcão, introduzidos pelos bancos estrangeiros e rapidamente mimetizados pelas instituições domésticas. Todavia, enquanto os mercados coreano e mexicano são *deliverable* – ou seja, as perdas ou os ganhos com as operações são liquidadas em dólares, como na maioria dos países –, no Brasil a liquidação das operações é feita em reais. Essa diferença de institucionalidade contribui para atenuar a demanda por moeda estrangeira em momentos de depreciação cambial.³¹

A depreciação mais acentuada do real em relação ao peso mexicano após o aprofundamento da crise está associada ao volume bem mais elevado desses contratos no Brasil, em função da apreciação cambial mais expressiva no período anterior e do seu vínculo com operações de crédito no mercado doméstico. Os contratos negociados no mercado brasileiro variaram de forma (o chamado *target forward* acoplava uma operação de dólar a termo com uma opção cambial, enquanto o denominado *turn* envolvia várias opções de compra e de venda de dólar)³², mas resultavam na seguinte assimetria: desde que o real continuasse se valorizando, garantiam às empresas maiores lucros do que os contratos convencionais (ou a redução do custo do financiamento, no caso dos contratos acoplados a operações de crédito).³³ Em contrapartida, se o real se depreciasse (mais especificamente, se a sua cotação superasse o preço do exercício da opção de compravendida pela empresa ou a taxa de câmbio a termo), as perdas se duplicavam. Os bancos, por sua vez, incorriam somente em risco de crédito (isto é, de não pagamento pelas empresas em caso de prejuízo), já que realizavam operações espelho na Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&FBovespa (o mercado

31. Freitas (2009, p.131) sugere que essa modalidade de empréstimos teria sido introduzida por bancos de investimento estrangeiros e difundida por bancos privados nacionais. Ver também Farhi (2009).

32. Sobre os contratos de derivativos cambiais e as operações de empréstimos vinculadas, ver: Lucchesi *et al.* (2008); Brandimarte, Balarin e Bautzer (2008), Balthazar (2008), Adachi (2008), Prado (2008); Delfim Netto (2008).

33. Os bancos acoplavam à operação de empréstimo a venda de uma opção de compra de dólares pela empresa, que, assim, pagava ao banco um prêmio. Enquanto a cotação do real ficasse abaixo do preço de exercício da opção (que dependia da cotação do dólar à vista e foi fixado, na maioria dos casos, na faixa de R\$ 1,73 a R\$ 1,90), a empresa beneficiava-se de uma redução do custo do empréstimo, que variava de 25% a 50% dos juros do Depósito Interfinanceiro (CDI). Esse desconto correspondia, exatamente, ao prêmio da opção (que não era exercida pelo banco). Se a taxa de câmbio ultrapassasse esse preço, a empresa passava a pagar a variação cambial a partir de uma cotação pré-determinada. Esse mecanismo de altíssimo risco – para os tomadores e, por consequência, para os ofertantes do crédito – parece ter contribuído para perpetuar a escalada da relação crédito/PIB nos oito primeiros meses de 2008 ao reduzir o custo do crédito num contexto de elevação da taxa de juros básica (PRATES *et al.*, 2009).

organizado de derivativos financeiros no Brasil) ou no mercado internacional, neutralizando o risco cambial.

Após a falência do Lehman Brothers, apesar de os bancos brasileiros terem pequena participação no mercado de securitização americano, aumentou, em muito, a desconfiança sobre a higidez do sistema financeiro doméstico. Essa desconfiança decorreu, além dos mecanismos psicológicos de contágio da crise internacional, da deterioração patrimonial de empresas exportadoras que haviam vendido derivativos de câmbio para apostar na valorização do real. Esse acontecimento suscitou rumores quantos aos bancos, quer sobre os que tinham sido contrapartes das operações com prejuízos – ameaçados de não receber as quantias devidas –, quer sobre os que tinham concedido crédito a essas empresas.³⁴ Para alguns autores, a explicitação desses “*hedge tóxicos*”³⁵ ou dos “*subprime brasileiros*” correspondeu ao “momento da mudança” (*Minsky moment*) na percepção dos investidores do elevado risco embutido em instrumentos financeiros complexos e opacos, carregados pelo sistema financeiro nacional.³⁶

No caso da Coreia do Sul, cuja moeda registrou uma depreciação ainda mais intensa que o real, entre agosto de 2007 e dezembro de 2008 (gráfico 2), a singularidade reside no vínculo entre as operações de derivativos e a elevada dívida de curto prazo em dólares contraída pelos bancos sul-coreanos. Para viabilizar e tornar lucrativas as operações nos mercados de derivativos, os bancos sul-coreanos vendiam contratos em *won* às empresas (que compravam esses contratos diante da expectativa de manutenção da trajetória de apreciação) e contraíam empréstimos em dólares para fazer face às suas posições nesses mercados (KIM; YANG, 2008). Esses empréstimos cumpriam duas funções: *i*) proviam os dólares necessários para liquidar essas operações (que geravam prejuízos aos bancos e lucros às empresas enquanto essa trajetória manteve-se); e *ii*) possibilitavam a aplicação de recursos nos mercado doméstico de renda fixa, resultando em ganhos de arbitragem

34. Em entrevista publicada na *Folha de S. Paulo*, o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, declarou: “grandes empresas brasileiras tinham assinado contratos de derivativos vendendo dólares equivalentes, em alguns casos, a anos de exportação. Com a depreciação cambial, o prejuízo dessas empresas aumentou enormemente. Elas ficaram insolventes. Eram empresas grandes, não se sabia quantas nem quais. Elas tinham contrato majoritariamente com bancos internacionais. Só que mantinham linhas de crédito com grandes bancos nacionais. Aqui de novo, não se sabia quantos ou quais. (...) O prejuízo poderia chegar a proporções monumentais. O mercado estava de tal maneira alavancado que, se o Banco Central não interviesse, geraria perdas extravagantes para bancos brasileiros que tinham crédito com essas companhias” (MALBERGIER; AITH, 2009).

35. Para uma discussão dos diversos impactos dos instrumentos de “*hedge tóxicos*”, ver, entre outros, Farhi e Borghi (2009), Freitas (2009) e Novaes (2010).

36. Em 3 de novembro de 2008, o Itaú e o Unibanco anunciaram a fusão mediante a constituição de uma *holding* da qual as famílias controladoras dos dois bancos assumiram 50% cada uma. Esse formato da transação surpreendeu o mercado e alimentou rumores de que o caixa do Itaú teria sido muito afetado pelas chamadas de margem na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&FBovespa) em operações de derivativos de câmbio com empresas brasileiras. Com a higidez financeira sob suspeita, o Unibanco havia sido forçado a antecipar a divulgação dos resultados do terceiro trimestre e lançar um programa de recompra de ações (FREITAS, 2009). Os rumores sobre as dificuldades de caixa dessas instituições foram objeto de entrevista e de artigo do ex-diretor do Banco Central (ROMERO; RIBEIRO, 2009 e MESQUITA; TORÓS, 2010).

superiores a esses prejuízos. Com a eclosão da crise e o *credit crunch* no mercado financeiro internacional, diante das dificuldades crescentes de refinar esses empréstimos, os bancos passaram a comprar dólares para liquidar seu passivo externo, exercendo pressões em prol da depreciação do *won*. Essa depreciação gerou prejuízos às empresas que estavam apostando na apreciação dessa moeda e precisavam entregar aos bancos os dólares correspondentes, parte dos quais tiveram de ser obtidos no mercado de câmbio, o que reforçou as pressões.

Nas economias abertas, com amplos fluxos de capitais e mercados de derivativos líquidos e profundos, possibilitando a formação de posições especulativas (que contaminam a evolução dos preços nos mercados *spots*), a taxa de câmbio reflete a demanda e a oferta das divisas enquanto ativos financeiros, e não os preços relativos entre os bens produzidos internamente e aqueles de produção externa.³⁷ Fosse este o caso, a taxa de câmbio mover-se-ia em razão dos resultados da conta-corrente, ou seja, seus movimentos seriam reflexos dos déficits ou superávits nessa conta. As antecipações – intrinsecamente pró-cíclicas – sobre as variações das paridades cambiais provocam ajustamentos entre a moeda nacional e a moeda-chave, desvinculadas desses resultados. No caso das divisas inconversíveis, esses ajustamentos são especialmente bruscos, devido à sua posição assimétrica no sistema monetário e financeiro contemporâneo. A trajetória do *won*, desde a eclosão da crise, e do *real*, após o seu aprofundamento, revela o potencial disruptivo da combinação de um elevado grau de abertura financeira com a existência de mercados de derivativos financeiros, que amplificam a correia de transmissão da instabilidade externa para a dinâmica das taxas de câmbio e dos preços dos ativos “emergentes”. Como sugere Belluzzo (2008):

Os gestores das moedas nacionais são, ademais, partícipes de um sistema universal e “hierarquizado” de pagamentos e de liquidez. Os que administram moedas conversíveis (...) estão relativamente protegidos das flutuações entre suas moedas. Para elas, há quase sempre um “ponto de compra”, ou existem mercados de *hedge* líquidos e profundos, onde os agentes “comprados” e “vendidos” nas distintas moedas podem buscar proteção contra eventuais flutuações cambiais a um custo conveniente. Ainda assim, num momento de fuga desabalada para a liquidez, os detentores de riqueza correm para a moeda-reserva, último refúgio dos capitais outrora destemidos, agora medrosos. Já os que emitem moedas inconversíveis estão obrigados, no mundo globalizado, a segurar as reservas em moeda forte e manter os excedentes comerciais de forma permanente. Esses bons fundamentos podem,

37. Aglietta (1986) destaca a natureza contraditória da taxa de câmbio num sistema monetário e financeiro internacional após o colapso de Bretton Woods (1971-1973): por um lado, elemento da formação dos preços dos ativos financeiros denominados em diferentes moedas; por outro lado, preço relativo entre os bens domésticos e externos. São exatamente essas duas dimensões que estão implícitas nas duas teorias mais antigas de determinação da taxa de câmbio nominal, respectivamente, a teoria da paridade descoberta das taxas de juros e a teoria da paridade do poder de compra. Vale mencionar que ambas foram discutidas por Keynes (1930) no *Tratado da Moeda* e resgatadas pelos economistas do *mainstream* nos anos 1970 (ver, por exemplo, DORNBUSCH, 1976).

no entanto, não ser suficientes para impedir as vendas maciças da moeda local. Os bancos centrais ficam dilacerados: conter a desvalorização da moeda local ou impedir a invasão de seu território pelas forças recessivas que dominam a economia global. Expostos à fuga de capitais, os países de moeda inconvertível dificilmente serão capazes de aplacar, com a elevação dos juros, os movimentos abruptos de desvalorização do câmbio.

Enfim, o prêmio de liquidez implícito na posse da moeda de reserva internacional (o dólar) é, nos momentos de desconfiança e pânico, o objeto mais cobiçado nos mercados globais. As diferenças nos chamados “fundamentos” – entre os quais se destacam os resultados em transações correntes e de contas públicas, a proporção do endividamento externo ou doméstico em moeda estrangeira (ou seja, o descasamento de moedas) e a higidez dos sistemas financeiros –, no entanto, condicionaram a evolução das taxas de câmbio das economias em desenvolvimento ao longo de 2009, quando várias moedas registraram apreciação frente do dólar (gráficos 1 e 2). Isso porque permitiram reações defensivas imediatas dos governos nacionais a fim de evitar que a crise internacional contaminasse irreversivelmente os sistemas financeiros e as economias domésticas. Vale dizer, possibilitaram a implementação de políticas econômicas anticíclicas: fiscais, monetárias, creditícias e cambiais, contrarrestando diferentes mecanismos de contágio.³⁸ Dessa forma, puderam executar uma política monetária acomodatória (diminuição de taxas de juros e aumento do crédito dos bancos públicos em alguns países), uma expansão fiscal (redução de impostos, ampliação dos gastos em proteção social e em infraestrutura) e intervenções cambiais (empréstimos em moeda estrangeira, permitidos pela acumulação de reservas). Essas medidas auxiliaram na estabilização das taxas de câmbio, na contenção da retração dos fluxos de créditos em moeda nacional e na desvalorização dos ativos financeiros, assim como na contração renitente do produto e do emprego.³⁹ Vale mencionar que, no primeiro semestre de 2010, devido ao aumento da aversão aos riscos dos investidores globais provocado pela crise da área do euro, várias moedas emergentes (com destaque para aquelas da Europa Central e do Leste) voltaram a depreciar. Em média, a perda de valor dessas moedas foi de 4,9%, percentual bem mais elevado do que o registrado no caso das moedas das economias avançadas (gráficos 1 e 2).

No caso do Brasil, por exemplo, o FMI, por meio de um estudo detalhado sobre o enfrentamento da crise realizado por 19 países emergentes, sinalizou que o Banco Central atuou de forma inovadora durante a crise financeira internacional,

38. Para diferentes aspectos das políticas anticíclicas implementadas pelo governo brasileiro, ver, entre outros, Barbosa *et al.* (2010), Barbosa e Souza (2010), Barbosa (2010) e Chianamea; Calixtre e Cintra (2010).

39. Não se deve esquecer as linhas de *swap* do Fed (US\$ 30 bilhões) com os bancos centrais do Brasil, México, Coreia do Sul e Cingapura, na gestão da liquidez em moeda estrangeira. Ver McGuire e Peter (2009).

utilizando-se de diferentes instrumentos para restaurar a liquidez em moeda estrangeira sem perdas significativas de reservas internacionais. Atuou também de forma vigorosa sobre as expectativas e anunciou publicamente as medidas tomadas (STONE; WALKER; YASUI, 2009).

A despeito dos problemas com os derivativos cambiais em alguns países em desenvolvimento (Brasil, Coreia do Sul e México), os sistemas financeiros das economias emergentes – particularmente Brasil, Índia e China – possuem regulamentações mais rigorosas e saíram fortalecidos da crise (THE ECONOMIST, 2010a). Com a adoção das políticas anticíclicas e com o apoio dos sistemas financeiros domésticos, as economias em desenvolvimento puderam rapidamente retomar uma trajetória de crescimento econômico acelerado (back to normal), impulsionando a recuperação mundial (CANUTO, 2010). O FMI projetou a taxa de crescimento dos países emergentes em 6,8% em 2010, sob a liderança da Ásia em desenvolvimento, 9,2%, como sugere a tabela 2.

TABELA 2.
Indicadores selecionados (2003-2011, variação anual)
(Em %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 ¹	2011 ¹
Produto interno bruto real									
Mundo	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3,0	-0,6	4,6	4,3
Economias avançadas	1,9	3,2	2,7	3,0	2,8	0,5	-3,2	2,6	2,4
EUA	2,5	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,4	3,3	2,9
Área do euro	0,8	2,2	1,7	3,0	2,8	0,6	-4,1	1,0	1,3
Japão	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-5,3	2,4	1,8
Outras economias avançadas	2,5	4,0	3,5	3,9	3,9	1,7	-1,2	4,6	3,7
Países emergentes e em desenvol.	6,2	7,5	7,1	7,9	8,3	6,1	2,5	6,8	6,4
África Subsaariana	5,0	7,1	6,3	6,5	6,9	5,6	2,2	5,0	5,9
Europa Central e do Leste	4,8	7,3	5,9	6,5	5,5	3,1	-3,6	3,2	3,4
Comunidade Estados Independentes	7,7	8,2	6,7	8,5	8,6	5,5	-6,6	4,3	4,3
Ásia em desenvolvimento	8,2	8,6	9,0	9,8	10,6	7,7	6,9	9,2	8,5
Oriente Médio e norte da África	6,9	5,8	5,3	5,7	5,6	5,3	2,4	4,5	4,9
América Latina	2,2	6,0	4,7	5,6	5,8	4,2	-2,3	3,7	3,8
Brasil	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,1	-0,2	7,1	4,2
Volume do comércio Mundial	5,4	10,4	7,5	9,3	7,2	2,8	-11,3	9,0	6,3
Índice de Preços ao Consumidor									
Economias avançadas	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,4	1,3
Economias em desenvolvimento	5,8	5,7	5,2	5,4	6,4	9,3	5,2	6,3	5,0
Libor ²									
Depósitos em dólar (seis meses)	1,2	1,8	3,8	5,3	5,3	3,0	1,1	0,6	0,9

Fonte: IMF, World Economic Outlook, Washington, D.C., April/July 2010.

Notas: 1. Projeções;

2. London Interbank Offered Rate.

A revista *The Economist* (2010b, p. 40 e 47-48) sugeriu a emergência de um novo paradigma de organização da produção e de introdução do progresso técnico, a partir das principais economias emergentes (China, Índia, Coreia do Sul, Brasil etc.):

A inovação frugal não se restringe ao redesenho de produtos; ela exige repensar todos os processos de produção e modelos de negócios. As empresas têm de reduzir custos para atingir mais consumidores, e precisam aceitar margens de lucros restritas para ganhar em volume. Três formas de reduzir custos vêm sendo consideradas as mais bem-sucedidas. A primeira é terceirizar cada vez mais. (...) A segunda maneira de economizar é usar tecnologias já existentes de formas novas e criativas. (...) O terceiro caminho para reduzir custos é utilizar técnicas de produção em massa em áreas novas e surpreendentes, como a medicina. (...). A inovação de negócios no mundo emergente chegou ao ponto em que todos os avanços individuais se transformam em algo maior do que a soma das partes. Assim como os círculos de qualidade e a entrega *just-in-time* do Japão fizeram parte de um novo sistema chamado de 'produção enxuta', a inovação às avessas e a produção frugal dos emergentes são parte de uma nova linha de administração de negócios. (...) As empresas estão partindo das necessidades de algumas das pessoas mais pobres do mundo e, para atender a essas necessidades, estão redesenhando produtos e até processos inteiros de fabricação. Isso pode incluir uma mudança na definição do que é um cliente, de forma a abarcar todo o tipo de gente que, até então, vivia excluída da economia de mercado. Significa cortar custos até o osso e eliminar todas as funções de um produto ou serviço, preservando apenas o essencial.

Ademais, a liquidez abundante, as taxas de juros nos países avançados historicamente muito baixas (próximas de zero) e a redução da aversão ao risco dos investidores fomentaram os fluxos de capitais para as economias em desenvolvimento ainda no primeiro semestre de 2009. A partir do segundo semestre, a recuperação, mesmo que frágil, das economias avançadas desencadeou efeitos positivos sobre o comércio mundial. Nesse contexto, dois importantes canais de transmissão da crise (a contração dos fluxos de capitais e de comércio mundiais) deixaram de atuar, convertendo-se, novamente, em fontes de estímulo (para os mercados financeiros ou para atividade produtiva) e/ou resultando em outros desafios para a política econômica (como a necessidade de impor restrições aos fluxos de capitais diante da trajetória de apreciação cambial (gráfico 2)).⁴⁰

40. Para maiores detalhes sobre o desempenho diferenciado das economias emergentes ao longo de 2009, ver Prates, Cunha e Bichara (2010) e Oliveira (2010).

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A geração de divisas – a partir de saldos positivos renitentes em transações correntes do balanço de pagamentos, permitindo a ampliação do volume de reservas internacionais e a melhora dos indicadores de endividamento externo – tende a arrefecer os constrangimentos impostos pela inconvertibilidade monetária e pelas potenciais (e efetivas) reversões dos fluxos internacionais de capitais sobre a autonomia da política econômica doméstica. Embora não garanta, pode ser capaz de acomodar parte dos impactos causados pela reversão do estado geral de expectativas em momentos de instabilidade, evitando o desencadeamento de processos interativos que transformam a instabilidade intrínseca em crise disruptiva. Ao oferecer maior raio de manobra à política econômica, pode permitir também a realização de políticas anticíclicas. Assim, nesse sistema monetário internacional hierarquizado, a liberdade de gestão macroeconômica dos países em desenvolvimento – com moedas inconvertíveis – capaz de enfrentar os impactos abruptos das oscilações dos fluxos de capitais – depende da acumulação de reservas (dessa forma, o sistema voltou a ser um sistema de reserva). Por sua vez, a acumulação de reservas, sem grandes danos fiscais, requer taxas de juros domésticas baixas. Essa parece ser a regra do jogo macroeconômico contemporâneo dos países em desenvolvimento.

Contudo, os limites das reservas internacionais na contenção dos efeitos-contágios das crises sistêmicas e os efeitos potencialmente deletérios das trajetórias de apreciação das moedas emergentes, evidenciado pelo caso brasileiro e sul-coreano – não somente na dimensão macroeconômica (manutenção do superávit em transações correntes), mas também microeconômica (montagem de estratégias de proteção e de atenuação das perdas pelas empresas exportadoras, bem como, no caso brasileiro, de operações de crédito por empresas exportadoras e não exportadoras, vinculadas a contratos de derivativos) –, tornam premente a retomada da discussão sobre a importância da manutenção de uma taxa de câmbio competitiva e sobre o papel dos controles de capitais. Rodrik (2006) chamou atenção para a forma “desbalanceada” de inserção desses países na globalização financeira. Nas suas palavras, os países em desenvolvimento

responded to financial globalization in a highly unbalanced and far-from optimal manner. They have over-invested in the costly strategy of reserve accumulation and under-invested in capital account management policies to reduce short-term foreign liabilities (RODRIK, 2006, p.12, grifo dos autores).

A manutenção de reservas elevadas seria o preço a ser pago pelos governos que não desejam ou são incapazes de regular os fluxos de capitais, devido, entre outras razões, aos interesses financeiros contrários a esta segunda alternativa.

Procurou-se evidenciar que as mudanças na regulação financeira global (que devem se concretizar nos próximos anos) dificilmente resultarão em uma reforma estrutural no sistema monetário e financeiro internacional e na reversão da globalização financeira, entre outras razões, porque os Estados Unidos não abdicarão pacificamente da gestão exclusiva da moeda-reserva internacional. Ademais, as manifestações dos governos europeus em relação à crise têm evidenciado a preponderância dos interesses nacionais na região e a inexistência de uma visão convergente em relação a uma nova ordem monetária internacional, na qual esses interesses seriam subordinados aos interesses multilaterais. Assim, é fundamental refletir não somente sobre esses controles, mas sobre as técnicas de gestão dos fluxos de capitais, que envolvam, igualmente, regras prudenciais sobre as operações dos bancos vinculadas a moedas estrangeiras e/ou a operações com derivativos cambiais (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2004).⁴¹ Essas técnicas, ao afetarem o grau de abertura financeira da economia⁴², ampliam o raio de manobra da política cambial (atenuando os conflitos com a política monetária) e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e de escassez de divisas, permitindo uma maior estabilidade da taxa de câmbio, da taxa de juros, do crescimento do produto e do emprego.

Isso significa que a relação entre o acúmulo de reservas internacionais e os controles de capitais não é necessariamente de substituição, como sugere Rodrik (2006). Pode-se afirmar que, após a adoção dos regimes de flutuação suja por vários países em desenvolvimento, emergiu um novo papel para as técnicas de gestão dos fluxos de capitais, que incluem esses controles. Além de ampliarem o grau de autonomia da política econômica e de reduzirem a vulnerabilidade desses países, a crises financeiras, esses controles e os instrumentos de regulamentação prudencial revelam-se uma precondição à adoção de políticas cambiais mais flexíveis, funcionando como “filtros” que atenuam os efeitos instabilizadores dos fluxos de capitais de curto prazo (CARVALHO; SICSU, 2006; FERRARI

41. Entre as regras prudenciais destacam-se limites e/ou proibição de investidores estrangeiros operarem com instrumentos derivativos; aumento nas chamadas de margens das operações de derivativos, reduzindo o grau de alavancagem dessas operações; exigência de mais capitalização dos bancos nas operações com moeda estrangeira e com derivativos que envolvam moeda estrangeira; tributação dos ganhos de capital obtidos por meio de especulação e/ou arbitragem com moeda estrangeira nos mercados locais etc.

42. De acordo com Akyüz (1993), a abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não residentes ao mercado financeiro doméstico. Três níveis de abertura financeira são identificados. O primeiro nível diz respeito às *inward transactions* – entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes – e o segundo nível às *outward transactions* – saída de capitais pelos residentes e endividamento de não residentes no mercado financeiro doméstico. Já o terceiro nível refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional (como depósitos no sistema bancário doméstico e emissão de títulos indexados à variação cambial).

FILHO; PAULA, 2006; GREENVILLE, 2000).⁴³ Como reconheceu o próprio FMI: “a lógica preconiza que controles, corretamente idealizados, sobre os *fluxos de entradas de capitais* poderiam atuar como complementos úteis em alguns casos, sobretudo frente a incrementos súbitos de afluxos” (OSTRY *et al.*, 2010, p.11, grifos dos autores).⁴⁴

Nesse sentido, Mohanty e Scatigna (2005) salientam que a regulação dos fluxos de capitais – as *capital account policies* – constitui um instrumento coadjuvante às intervenções nos mercados cambiais na gestão dos regimes de câmbio flutuante nas economias em desenvolvimento, ao reduzir o patamar mínimo de reservas necessárias para conter movimentos especulativos e para aliviar as pressões sobre a taxa de juros nos momentos de saída de capitais. Defende-se, portanto, que a atual arquitetura monetária e financeira internacional requer a imposição de restrições sobre os fluxos internacionais de capitais, para reduzir sua instabilidade – associada à manutenção de reservas em moeda-forte – a partir da geração de superávits continuados em conta-corrente do balanço de pagamentos, pelos países em desenvolvimento. Dessa forma, a inserção desses países na globalização (financeira e produtiva) exige a execução de políticas econômicas orientadas ao fortalecimento das contas externas e à redução da dependência (ou o controle) dos fluxos internacionais de capitais. Para isso, tornam-se cruciais medidas orientadas à constituição de fontes internas de financiamento, sobretudo de longo prazo, para fomentar os investimentos produtivos em infraestrutura e em inovação tecnológica.

43. Como destaca Ocampo (2000), essas técnicas contribuem para aprimorar a estrutura de maturidade das dívidas em moeda estrangeira, constituindo um instrumento da política de administração dos passivos, fundamental nos países em desenvolvimento sujeitos ao *currency mismatch*. Um importante exemplo é a imposição de requerimentos de reservas sobre os passivos em moeda estrangeira, adotada no Chile e na Colômbia nos anos 1990. Para o caso brasileiro, ver Chianamea; Calixtre e Cintra (2010).

44. Salieta-se que, em 17 de dezembro de 2006, o governo da Tailândia impôs controles de capital, forçando os investidores estrangeiros a manter seus recursos no país por pelo menos um ano, sob pena de elevadas sanções em caso de retirada em prazos mais curtos. Trinta por cento de todos os fluxos em divisas superiores a US\$ 20 mil, passaram a ser mantidos em depósito sem remuneração no Banco Central, com exceção dos relacionados a bens e serviços. Uma forte queda da Bolsa de Valores do país levou a um ajuste da medida que passou a valer somente para as aplicações em títulos portadores de juros, mas não para as operações com ações. Em 6 de maio de 2007, o Banco Central da Colômbia anunciou a imposição de uma quarentena em que todas as empresas privadas e instituições do governo devem depositar no Banco Central, por seis meses, 40% dos recursos oriundos de empréstimos feitos no exterior. Essa medida foi completada em 23 de maio pela inclusão nessa quarentena dos investimentos estrangeiros em portfólio. Essas decisões foram tomadas para impedir uma valorização cambial suplementar decorrente da instauração de uma política monetária restritiva que levou o Banco Central a aumentar a taxa básica de juros para combater a inflação em alta.

REFERÊNCIAS

- AIZENMAN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. **International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and case study of Korea**. Cambridge-MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2004. Working Paper, n. 10534. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10534>>.
- AKYÜZ, Y.; CORNFORD, A. **Financial liberalization: the key issues**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 1993. Discussion Papers, n. 56.
- ANDRADE, C. A. A. **Inovação e manufatura em setores de alta tecnologia: modelos de organização industrial e estágios da reestruturação produtiva**. Dissertação (Mestrado), Instituto de Geociências, Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), Campinas, São Paulo, 2004.
- _____. **Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system**. Genebra: UNCTAD, 1999. Discussion Paper, n. 143.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (BIS). Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. **BIS Papers**, Basel: BIS, n. 24, May 2005a.
- _____. Globalisation and monetary policy in emerging markets. **BIS Papers**, Basel: BIS, n. 23, May 2005b.
- _____. **78th Annual Report**. Basel: BIS, 30 June 2008.
- _____. **79th Annual Report**. Basel: BIS, 30 June 2009.
- BASEL COMMITTEE FOR BANKING SUPERVISION. **The group of governors and heads of supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package**. Basel: Basel Committee - BIS, 26 July 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/press/p100726.htm>>.
- BELLUZZO, L. G. M. O dólar e os desequilíbrios globais. **Revista de Economia Política**, vol. 25, n. 3, p. 224-232, jul./set. 2005.
- _____. Não se pode brincar com o sistema. **Carta Capital**, São Paulo, 24 out. 2008.
- BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. S. G. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida ao impasse do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BRUNHOFF, S. L'instabilité monétaire internationale. In: CHESNAIS, F. (Coord.). **La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux**. Paris: Syros, 1996.

BUITER, W. A damp squib from the G7 in Washington DC. **Financial Times**, London, 11 Oct. 2008a.

_____. The Fed as market maker of last resort: better late than never. **Financial Times**, London, 12 Mar. 2008b. Disponível em: <<http://blogs.ft.com/maverecon/2008/03/the-fed-as-market-maker-of-last-resort-better-late-than-never/>>.

CANUTO, O. **Recoupling or switchover:** developing countries in the global economy. Washington: World Bank, May 2010. Disponível em: <<http://go.worldbank.org/2U94VVZFN0>>.

CARVALHO, F. C. Controle de capitais: uma agenda de pesquisa. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Orgs.). **Câmbio e controle de capitais:** avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 246-262, 2006.

CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Orgs.). **Câmbio e controle de capitais:** avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 1-28, 2006.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL). **La transformación productiva 20 años después.** Santiago: Cepal, 2008. Disponível em: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/7/33277/2008-117-SES.32-Lattransformacion-WEB_OK.pdf>.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE (CEPAL). **Panorama de la inserción internacional de la América Latina y el Caribe 2007, tendencias 2008.** Santiago: Cepal, oct. 2008. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>.

CROTTY, J.; EPSTEIN, G. The costs and contradictions of the lender-of-last resort function in contemporary capitalism: the sub-prime crisis of 2007-2008. In: **Conference on financial markets, financial regulation and monetary policy in honor of Jane D'Arista.** Amherst-MA: Political Economy Research Institute (PERI) - University of Massachusetts, 2-3 May 2008.

DALLARA, C. H. **Policy letter to Chairman of the International Monetary and Financial Committee.** Institute of International Finance, 2 Oct. 2008. Disponível em: <<http://www.iif.com/>>.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **The revived Bretton Woods System:** the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries. Cambridge-MA: NBER, 2004. Working Paper, n. 10332. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10331>>.

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. **Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future.** Geneva: UNCTAD, 2004. Discussion Paper, n. 27.

FARHI, M. Crise financeira e reformas da supervisão e regulação. *In:* ACIOLY, L.; CINTRA, M. A. M. (Orgs.). **Inserção internacional brasileira.** Brasília-DF: Ipea/DEINT, 2010. No prelo.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A crise financeira e o *global shadow financial system.* **Novos Estudos,** São Paulo: Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (CEBRAP), n. 82, p. 35-55, nov. 2008.

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. *In:* SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Orgs.). **Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos.** Rio de Janeiro: Elsevier, p. 184-221, 2006.

FURTADO, J. Cadeias produtivas globalizadas: a emergência de um sistema de produção integrada hierarquicamente no plano internacional. *In:* FURTADO, J. (Org.). **Globalização das cadeias produtivas do Brasil.** São Carlos-SP: EdUFS-Car, p. 15-37, 2003.

GALVÃO, M. G-20: mudança e desafio. **Valor Econômico,** São Paulo, 18 ago. 2010.

GREENVILLE, S. A. Exchange rate regimes for emerging markets. **Reserve Bank of Australia Bulletin,** Sydney: Reserve Bank of Australia, Nov. 2000.

GUTTMANN, R. **How credit-money shapes the economy: the United States in a global system.** Armonk-NY: M.E. Sharpe, 1994.

_____. **A primer on finance-led capitalism.** New York: Hofstra University; Paris: CEPN, May 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **World Economic Outlook.** Washington-DC: IMF, Oct. 2006.

_____. **World Economic Outlook.** Washington, District of Columbia, Oct. 2008a.

_____. **Regional Economic Outlook: Europe.** Washington, District of Columbia, Oct. 2008b.

_____. **Regional Economic Outlook: Western Hemisphere.** Washington, District of Columbia, Oct. 2008c.

_____. **Global Financial Stability Report.** Washington, District of Columbia, Oct. 2008d.

_____. **World Economic Outlook**. Washington, District of Columbia, Oct. 2009.

KEYNES, J. M. Treatise on money. 1930. *In*: MOGGRIDGE, D. E. (Org.). **The collected writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan, vol. 5-6, 1971.

_____. “The International Clearing Union”. *In*: MOGGRIDGE, Donald (ed.). *Activities 1940-1944, Shaping the post-war world: the clearing union - CWJMK*. Londres, Macmillan, 1980, v. XXV, p.269-280 (From House of Lords Debates, 18 May 1943). (Tradução brasileira - A Uniao Internacional de Compensacao. *In*: SZMRECSANYI, T. (Org.). **Keynes**. Sao Paulo: Atica, p. 197-207, 1984a).

_____. “The International Monetary Fund”. *In*: MOGGRIDGE, Donald (ed.). *Activities 1941-1946, Shaping the post-war world: Bretton Woods and reparations - CWJMK*. Londres, Macmillan, 1980, v. XXVI, p.9-21 (From House of Lords Debates, 23 May 1944). (Tradução brasileira - O Fundo Monetario Internacional. 1944. *In*: SZMRECSANYI, T. (Org.). **Keynes**. Sao Paulo: Atica, p. 208-218, 1984b).

KIM, S.; YANG, D. Y. **Managing capital flows: the case of the republic of Korea**. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2008. Discussion Paper, n. 88.

MOHANTY, M. S.; SCATIGNA, M. Has globalisation reduced monetary policy independence? *In*: BIS (Org.). *Globalisation and monetary policy in emerging markets*. **BIS Papers**, Basel, n. 23, May 2005.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global capital markets: integration, crisis, and growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

OCAMPO, J. A. **Developing countries’ anti-cyclical policies in a globalized world**. Santiago: Cepal, 2000. (Temas de Coyuntura Series).

_____. **International asymmetries and the design of the international financial system**. Santiago: Cepal, abr. 2001. (Temas de Coyuntura Series, n. 15).

OSTRY, J. D. *et al.* **Capital inflows: the role of controls**. Washington-DC: IMF, 19 Feb. 2010. IMF Staff Position Note.

PLIHON, D. Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques libérales. *In*: CHESNAIS, F. (Coord.). **La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux**. Paris: Syros, 1996.

RODRIK, D. **The social cost of foreign exchange reserves**. Cambridge-MA: NBER, 2006. Working Paper, n. 11952. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11952>>.

SHIMITT, B. **Théorie unitaire de la monnaie nationale et internationale**. Albeuse: Castella, 1975.

_____. **L'or, le dollar et la monnaie supranational.** Paris: Calmonn-Lévy, 1977.

STONE, M. R.; WALKER, W. C.; YASUI, Y. **From Lombard Street to Avenida Paulista:** foreign exchange liquidity easing in Brazil in response to the global shock of 2008-2009. Washington-DC: IMF/Monetary and Capital Markets and Western Hemisphere Departments, Nov. 2009. Working Paper, n. 259.

THE ECONOMIST. **Into the storm.** The Economist print edition, 23 Oct. 2008.

STURGEON, T. J. Modular production networks: a new American model of industrial organization. **Industrial and Corporate Change**, vol. 11, n. 3, p. 451-496, June 2002.

_____. Eles podem virar gigantes: o setor bancário nos mercados emergentes. **Carta Capital**, São Paulo, ano 15, n. 598, p. 35-53, 2 jun. 2010a.

_____. O mundo de cabeça para baixo: especial sobre inovação nos mercados emergentes. **Carta Capital**, São Paulo, ano 15, n. 595, p. 35-51, 12 maio 2010b.

UNCTAD. Rebuilding financial multilateralism. **UNCTAD Policy Briefs**, Geneva: UNCTAD, n. 4, Oct. 2008a.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ADACHI, V. Mais de 300 clientes de *middle market* do Itaú têm derivativos. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 out. 2008.

AGLIETTA, M. **La fin des devises clés:** essai sur la monnaie internationale. Paris: La Découverte, 1986.

_____. **Macroeconomia financeira.** São Paulo: Loyola, vol. 1-2, 2004.

AGLIETTA, M.; RIGOT, S. **La réglementation des hedge funds face à la crise financière:** une contribution au débat. Paris: Ouest la Défense/ EconomiX/ Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales (Cepii), 2008.

AGLIETTA, M.; MOREAU, L.; ROCHE, A. **De la crise financière à l'enjeu d'une meilleure évaluation des crédits structurés.** Paris: Ouest la Défense/ EconomiX/ Cepii, avr. 2008.

AMADO, A. M. Controle de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Orgs.). **Câmbio e controle de capitais:** avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 86-104, 2006.

BALTHAZAR, R. Perda de empresas pode ir a US\$ 30 bi. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 out. 2008.

BARBOSA, N. Latin America – Counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, The Berkeley Electronic Press, vol. 1, 2010.

BARBOSA, N. *et al.* Real exchange rate, capital accumulation and growth in Brazil. *In: Fourth Annual Conference on Development and Change*. Johannesburg, South Africa, 9-11 Apr. 2010.

BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. *In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Orgs.). Brasil: entre o passado e o futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010.

BORIO, C. **The financial turmoil of 2007-?:** a preliminary assessment and some policy considerations. Basel: BIS/Monetary and Economic Department, Mar. 2008. Working Papers, n. 251.

BRANDIMARTE, V.; BALARIN, R.; BAUTZER, T. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos. **Valor Econômico**, São Paulo, 13 out. 2008.

BULLIO, O. *et al.* A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira. *In: II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Porto Alegre, set. 2009.

CARVALHO, F. J. C.; KREGEL, J. **Crise financeira e déficit democrático**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase), 2009.

CHESNAIS, F. Introduction générale. *In: CHESNAIS, F. (Coord.). La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996.

CHIANAMEA, D. R.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A. M. O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um imposto sobre transações financeiras internacionais. *In: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Orgs.). Globalização para todos: taxação solidária sobre os fluxos financeiros internacionais*. Brasília-DF: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), p. 265-300, 2010.

COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP III (CRMPG III). **Containing systemic risk: the road to reform**. Report. CRMPG III, 6 Aug. 2008. Disponível em: <<http://www.crmppolicygroup.org>>.

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia & Sociedade**, Campinas: Instituto de Economia (IE) - Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), n. 7, p. 129-154, 1996.

DELFINO NETTO, A. Hedge tóxico. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 out. 2008.

DODD, R.; GRIFFITH-JONES, S. **Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil.** Santiago: Cepal/Nações Unidas, maio 2007.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **International Financial Stability.** Deutsche Bank, 2005. Disponível em: <<http://econ.ucsc.edu/~mpd/>>. Acesso em: 01 mar. 2007.

DORNBUSH, R. Expectations and exchange rate dynamics. **Journal of Political Economy**, vol. 84, n. 6, p. 1161-1176, 1976.

FARHI, M. Subprojeto IV: derivativos de crédito. *In: Projeto de pesquisa: estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos.* Campinas: FECAMP/Cecon/IE - Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, São Paulo, vol. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FREITAS, J. T. **Estabilidade financeira em países em desenvolvimento e Acordos de Basileia.** Dissertação (Mestrado), Instituto de Economia (IE), Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, set. 2008.

FREITAS, M. C. P. **Concurrence bancaire, spéculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international.** Tese (Doutorado), Université de Paris XIII, Paris, 1997.

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

FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, vol. 28, n. 3, p. 414-433, São Paulo, 2008.

FUNDAP. **Panorama e perspectiva das economias avançadas: sob o signo da crise.** São Paulo: Grupo de Conjuntura da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo, nov. 2008.

GOODHART, C.; PERSAUD, A. How to avoid the next crash. **Financial Times**, London, 30 Jan. 2008.

GRIFFITH-JONES, S.; KREGEL, J.; OCAMPO, J. A. **International finance and development.** New York: Orient Longman, 2007.

GUTTMANN, R.; PLIHON, D. Consumer debt at the center of finance-led capitalism. Paris, jan. 2008. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas: IE - Unicamp, vol. 17, dez. 2008. Número especial. **Mimeo.**

KREGEL, J. **A simple proposal to resolve the disruption of counterparty risk in short-term credit markets.** Policy note. The Levy Economics Institute of Bard College, 2008a.

_____. Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. **Public Policy Brief**, The Levy Economics Institute of Bard College, n. 93, Jan. 2008b.

LUCCHESI, C. P.; BALARIN, R.; VALENTI, G. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 out. 2008.

MALBERGIER, S.; AITH, M. Entrevista Henrique Meirelles: juros ao consumidor devem cair mais rápido. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, p. B6, 13 set. 2009. Caderno Dinheiro.

MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. *In*: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial.** Rio de Janeiro: Campus, p. 189-206, 2010.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy.** New Haven: Yale University Press, 1986.

MCGUIRE, P.; PETER, G. V. **The US dollar shortage in global banking and the international policy response.** Basel: BIS/Monetary and Economic Department, Oct. 2009. Working Paper, n. 291.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Controle de capitais: uma proposta da esquerda? *In*: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Orgs.). **Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos.** Rio de Janeiro: Elsevier, p. 57-85, 2006.

NOVAES, A. Derivativos e governança corporativa: o caso Sadia. *In*: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial.** Rio de Janeiro: Campus, p. 239-257, 2010.

OLIVEIRA, G. C. Instabilidade estrutural e evolução dos fluxos internacionais de capitais privados líquidos para os países da periferia (1990-2010). Brasília, Ipea/DEINT, ago. 2010. Relatório de pesquisa. **Mimeo.**

PRADO, M. C. R. M. Fábricas que viraram pó. **Valor Econômico**, São Paulo, 9 out. 2008.

PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. *In*: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula.** São Paulo: Universidade Estadual Paulista (UNESP), p. 133-171, out. 2006.

PRATES, D. M. *et al.* Subprojeto III: mercado de crédito bancário. *In: Projeto de pesquisa: estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos.* Campinas: FECAMP/Cecon/IE - Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2009.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; BICHARA, J. S. O desempenho diferenciado dos países emergentes no contexto da crise mundial. *In: XII World Economy Meeting.* Faculdade de Economia da Universidad de Santiago de Compostela, 26-28 maio 2010.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **This time is different:** eight centuries of financial folly. Princeton University Press, 2009.

TETT, G. **O ouro dos tolos:** como a ganância desenfreada corrompeu um sonho, despedaçou os mercados globais e desencadeou uma catástrofe mundial. Rio de Janeiro: Campus/ Elsevier, 2009.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD). **Trade and development report.** Geneva: UNCTAD, Sept. 2004.

_____. Coping with financial market crisis. **UNCTAD Policy Briefs**, n. 1. Geneva: UNCTAD, Oct. 2007.

_____. **Trade and development report.** Geneva: UNCTAD, Sept. 2008.

_____. **Trade and development report.** Geneva: UNCTAD, Sept. 2009.

VIANA, A. R.; CINTRA, M. A. M. G20: os desafios da coordenação global e da reregulação financeira. **Boletim de Economia e Política Internacional**, Brasília-DF: Ipea/DEINT, n. 1, p. 15-19, jan./mar. 2010.

ROUBINI, N. Ten fundamental issues in reforming financial regulation and supervision in a world of financial innovation and globalization. **Roubini Global Economics Monitor**, 31 Mar. 2008. Disponível em: <<http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf>>.

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

SICSÚ, J.; CARVALHO, F. C. Experiências de controles do fluxo de capitais: focando o caso da Malásia. *In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. (Orgs.). Câmbio e controle de capitais:* avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 142-156, 2006.

SLATER, J. Tumult touches emerging nations. **Wall Street Journal**, New York, Oct. 2008.

A CRISE FINANCEIRA E O COMPORTAMENTO DO MERCADO BRASILEIRO: ENTRE EUFORIA E INCERTEZA

Keiti da Rocha Gomes*

1 INTRODUÇÃO

Tradicionalmente, os estudos realizados no campo da corrente dominante na ciência econômica se apoiam em premissas relacionadas à noção da racionalidade dos agentes e à sua capacidade de realizar escolhas ótimas, dadas as restrições presentes no ambiente em que atuam. Na mesma linha, as teorias que tentam explicar o funcionamento dos mercados financeiros incorporam, de alguma forma, tais premissas e propõem explicar a sua dinâmica a partir de motivações plenamente racionais. De modo geral, os trabalhos nesse campo são particularmente marcados por duas teorias apoiadas fortemente nessas motivações, quais sejam: *i*) a teoria dos mercados eficientes; e *ii*) a hipótese das expectativas racionais.

Ao longo dos anos 1970 e do início da década de 1980, uma série de estudos pareceu efetivamente sustentar a validade dessas ideias. Entretanto, especialmente a partir de meados da década de 1980, começaram a multiplicar-se pesquisas empíricas apresentando evidências não condizentes com as suposições daquelas teorias. Tais evidências – assim como a ocorrência das reiteradas crises financeiras que passaram a abalar com maior frequência os mercados globais – alimentaram as contestações à validade dos pressupostos então dominantes. Nessa direção, as reflexões de Hyman Minsky surgiram como uma das mais importantes críticas ao pensamento econômico neoclássico e trouxeram enormes contribuições para a compreensão da dinâmica e da fragilidade do sistema financeiro.

Especificamente sobre essa última questão, as contribuições do autor apresentaram-se especialmente relevantes na ocasião do colapso no mercado das

* Pesquisadora do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos, cujos desdobramentos o mundo ainda testemunha. No Brasil, os impactos da crise sobre a taxa de câmbio trouxeram à tona os indícios de que o mercado nacional não esteve imune ao movimento de maior exposição em operações especulativas (derivativos cambiais) que caracterizou as estruturas de financiamentos globais nos anos anteriores a 2008. Ao contrário, as evidências sinalizaram a existência de um processo interno – de dimensões não plenamente conhecidas – com real potencial de desencadear um quadro de fragilidade sistêmica nos moldes apontados pelo modelo minskyano.

As explicações para a emergência desse processo passam pela compreensão de três momentos distintos vivenciados pela economia brasileira durante os anos de gestação da crise. Num primeiro momento, anterior ao auge da instabilidade financeira internacional, o Brasil exibia um cenário de elevado otimismo com o aquecimento da atividade econômica, concomitante ao quadro de relativa euforia no campo das finanças, corroborado pelas sucessivas valorizações do índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O contexto abriu espaço para a expansão das transações especulativas, com destaque para as operações com derivativos cambiais, envolvendo grandes corporações empresariais e bancos nacionais e estrangeiros. Num segundo momento, assistiu-se à ruptura das expectativas otimistas do período anterior em decorrência da quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008. A imediata disseminação do pânico e do pessimismo na economia era justificada pela incerteza tanto sobre o grau de alavancagem do sistema financeiro brasileiro, como sobre os participantes envolvidos nessas operações. Num terceiro momento, observou-se uma rápida reversão do cenário negativo, dadas as intervenções das autoridades econômicas, estimulada por novas valorizações no ambiente financeiro e pelo retorno das expectativas otimistas em patamares semelhantes aos vigentes no primeiro momento.

Amparado por essas questões, este capítulo tem como objetivo discutir o comportamento do sistema financeiro brasileiro à luz das críticas realizadas por Minsky, durante a evolução do quadro de deterioração no mercado americano. Procura-se mostrar como o mercado de capitais no Brasil também apresentou um movimento endógeno de deslocamento de uma situação de relativa tranquilidade – substancialmente apoiada em expectativas otimistas – para uma situação de potencial fragilidade, marcada por formas de financiamentos tipo *Ponzi* seguida pela disseminação do pessimismo e por instantes de plena incerteza no sentido keynesiano. Adicionalmente, as evidências apresentadas para o caso da economia brasileira reforçam a abordagem crítica ao limitado poder explicativo da teoria dos mercados eficientes.

Para conduzir essa discussão, além dessa introdução e da conclusão, o trabalho está organizado em três seções: *i*) na primeira seção, são apresentados os principais conceitos presentes nas explicações da corrente econômica dominante

sobre o funcionamento do mercado financeiro, bem como os desdobramentos críticos a esse pensamento, com especial atenção para as colocações de Minsky; *ii*) na segunda seção, é analisado o comportamento do mercado financeiro brasileiro no contexto da crise deflagrada em 2008, ressaltando a influência das expectativas e da incerteza na dinâmica interna; e *iii*) na terceira seção, são apresentados os resultados de um estudo econométrico que tenta mostrar, de forma quantitativa, as implicações de elementos subjetivos – como incerteza, pessimismo, otimismo e expectativas – no comportamento do ambiente financeiro do Brasil.

2 LITERATURA NEOCLÁSSICA SOBRE O FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS

O funcionamento dos mercados financeiros é tradicionalmente explicado pela hipótese da eficiência dos mercados no arcabouço da economia neoclássica. O argumento central é que o mercado é operado por agentes racionais, maximizadores de utilidade esperada e aptos a formar expectativas não enviesadas sobre os eventos futuros. Sob essa teoria, os mercados são caracterizados pelos seguintes aspectos: *i*) competição perfeita, na qual a existência de um número suficiente de participantes impediria que a ação individual afetasse significativamente os preços; *ii*) expectativas homogêneas e racionalidade, em que os agentes seriam plenamente informados, teriam acesso igualitário às informações e agiriam racionalmente; e *iii*) ausência de fricções, garantida pela homogeneidade e divisibilidade dos ativos negociados e pela ausência de custos de transação.

Até o início dos anos de 1960, aceitava-se a ideia de que as expectativas eram formadas essencialmente com base nas experiências passadas, as chamadas expectativas adaptativas. Posteriormente, a partir das contribuições de John Muth (1961), tem-se o advento da teoria das expectativas racionais, segundo a qual as pessoas utilizam todas as informações disponíveis – o que também inclui os eventos passados – na formação de suas expectativas, que resultam em previsões ótimas, as melhores possíveis dadas as restrições dos ambientes em que operam.¹

Sob essas condições, a teoria das expectativas racionais vem corroborar a hipótese da eficiência dos mercados, e ambas tornaram-se ampla e rapidamente aceitas nos mercados globais, desde quando os primeiros interesses por elas foram despertados, no início dos anos 1960 (JENSEN, 1978). Com a incorporação dessa teoria, a eficiência dos mercados passa a ser baseada na premissa de que os preços dos ativos financeiros refletem instantaneamente todas as informações disponíveis e relevantes que possam afetá-los, impossibilitando, dessa forma, que os investidores obtenham sistematicamente qualquer ganho anormal. Ou seja, mercados

1. Essa teoria foi expandida para a macroeconomia por meio do trabalho clássico de Lucas (1978).

eficientes seriam aqueles em que os participantes formam expectativas em relação aos preços dos ativos negociados a partir de toda informação disponível sobre as variáveis que podem influenciá-los (BREALEY; MYERS, 1995). Sob essa hipótese, as mudanças nos preços dos ativos financeiros seriam plenamente explicadas pelos movimentos dessas variáveis, conhecidas simplesmente como ‘fundamentos’ dos respectivos ativos.

Um dos primeiros autores a formalizar esse conceito foi Fama (1970), que propôs três formas de eficiência de mercado. A primeira, chamada de *eficiência fraca*, defende que o mercado incorpora completamente as informações contidas no histórico de preços passados dos ativos, isto é, procura mostrar o poder de previsibilidade dos retornos passados na inferência dos preços futuros. Já para a segunda forma, chamada de *semiforte*, os preços refletiriam não somente o comportamento passado como também incorporariam rapidamente informações públicas como demonstrativos financeiros, notícias específicas e anúncios sobre a distribuição de dividendos e lucros. Por fim, a denominada *forma forte* indica que os preços, além das informações públicas, refletem todas as informações que podem ser obtidas no mercado, inclusive aquelas que seriam privilegiadas, de modo que a posse privada delas não possibilite auferir retornos extraordinários, pois o ajuste de preços no mercado seria instantâneo.

2.1 Críticas à literatura neoclássica

Apesar de sua rápida difusão e do aparecimento, ao longo das décadas de 1970 e 1980, de vários estudos e de teorias que pareciam apoiar a hipótese dos mercados eficientes, um conjunto de evidências atreladas a ganhos extraordinários e a padrões regulares inesperados no comportamento dos preços dos títulos não condizente com os pressupostos dessa teoria abriu contestações acerca da sua validade em explicar o comportamento dos ativos. Uma das primeiras críticas recaiu sobre o pressuposto da racionalidade ilimitada² dos agentes, e o debate centralizou-se em justificar as disfunções observadas, interpretadas como desvios em relação ao comportamento racional esperado. A evolução das pesquisas nessa direção compõe o que hoje é estudado no âmbito das finanças comportamentais. Segundo Thaler e Mullainathan (2000), essa linha de pensamento busca investigar como a combinação de conceitos econômicos, sociológicos e psicológicos pode explicar o fato de os agentes econômicos apresentarem limitações ao pleno exercício da racionalidade. Para esses estudiosos, tais limitações seriam intrínsecas à natureza humana e, por esse motivo, deveriam ser incorporadas como extensão natural aos modelos econômicos existentes. Sob esse prisma, os desvios sistemáticos dos preços

2. Um dos primeiros economistas a atacar o pressuposto da racionalidade ilimitada foi Herbert Simon. Mais detalhes sobre essa crítica pode ser consultada em Simon (1976).

em relação ao seu valor fundamental – isto é, em relação ao preço que refletiria as informações sobre os fundamentos econômicos disponíveis aos agentes – seriam normais e poderiam manifestar-se em diferentes períodos no tempo.³

No entanto, a tentativa de explicar os episódios especulativos somente a partir do comportamento humano parece não esgotar totalmente o assunto. Essa simplificação não explica, por exemplo, por que as manifestações de irracionalidade resultariam de forma tão recorrente em turbulências no âmbito dos mercados financeiros. Da mesma forma, os mecanismos que levam à proliferação dos efeitos dessas turbulências entre os diferentes agentes também não são considerados. Ademais, a julgar pela relativa frequência com que as instabilidades financeiras ocorrem,⁴ esses supostos desvios da racionalidade adquiririam um caráter comportamental tão rotineiro que essa abordagem poderia ser levada a caracterizar os operadores de mercado como continuamente irracionais.

As limitações dessa abordagem levaram os pensadores a deslocarem as suas atenções para uma visão mais ampla e com um enfoque sistêmico ao tratar a problemática das instabilidades. Nessa direção, as reflexões sobre a eminência de crises financeiras têm, nos trabalhos de Hyman Minsky, uma das mais importantes críticas ao pensamento econômico neoclássico. Segundo o autor, os episódios especulativos⁵ são inerentes ao próprio funcionamento do sistema financeiro, o qual teria uma tendência intrínseca a deslocar-se, ao longo do tempo, de estados estáveis em direção à fragilidade (MINSKY, 1982 e 1986). A preocupação essencial de Minsky reside na interação entre a esfera de circulação corporativa e o mercado financeiro, ambos descritos como parte de uma estrutura de crédito caracterizada por três tipos de posição: *i) hedge*, *ii) speculative* e *iii) Ponzi*. Cada uma dessas posições é delineada por diferenças na relação entre os compromissos de pagamentos assumidos pelas firmas e a expectativa de fluxo de caixa decorrente dos retornos esperados com a aplicação do capital obtido, sendo o tipo *hedge* o de maior margem de cobertura dessas obrigações pelos fluxos esperados, enquanto o tipo *Ponzi* é o de menor margem. Nesse modelo, o deslocamento de parcelas crescentes da economia em direção a posições financiadas de maneira especulativa, ou *Ponzi*, conduziria o sistema para a fragilidade, na medida em que reduziria sua margem de segurança.

Ainda segundo o autor, esse deslocamento ganharia maior impulso em momentos de estabilidades, pois, nesses períodos, os agentes teriam maiores

3. Uma discussão detalhada sobre o assunto é desenvolvida por Milanez (2001).

4. Sobre esse ponto, consultar obras de Shiller (2000) e Kindleberger (2000).

5. Os episódios especulativos aparecem como elementos desencadeadores de crises financeiras e de aumento da fragilidade do sistema.

incentivos a correrem riscos elevados e a assumirem comportamentos inovadores, desencadeando o chamado *boom* especulativo. Desse modo, ao mesmo tempo em que agiriam de forma a aumentar as margens de lucro, também prejudicariam as condições que geram a própria “estabilidade”. Em outras palavras, a tranquilidade seria em si desestabilizadora.⁶

Uma das importantes contribuições do modelo minskyano foi acrescentar a “teoria financeira do investimento” à “teoria de investimento em ciclo”⁷ elaborada por Keynes.⁸ Ao atentar para a questão do financiamento do investimento como uma das mais relevantes fontes de instabilidades na economia, Minsky incorpora a problemática da “incerteza” keynesiana ao debate das turbulências financeiras, uma vez que grande parte das decisões de investimento é tomada em condições de incerteza. Tais condições lançam uma contradição direta à teoria convencional dos mercados eficientes, uma vez que ressaltam as barreiras ao exercício pleno da racionalidade numa economia real.

2.2 Dinâmica dos preços, os momentos de turbulências e a crise de 2008

Uma interessante extensão da discussão sobre a fragilidade do mercado é desenvolvida por Galbraith (1993),⁹ o qual chama atenção para o fato de que todos os eventos especulativos por ele estudados foram acompanhados por um aumento espetacular nos preços dos ativos transacionados, geralmente justificado pela percepção da descoberta de algo novo, seja um novo instrumento financeiro, seja uma oportunidade de investimento não vislumbrada até então.¹⁰ De forma semelhante à noção de Minsky, essas supostas inovações agem como um estimulante ao quadro de euforia que acaba se refletindo no aumento do grau de alavancagem das obrigações assumidas pelos investidores. Ao final do episódio, esse quadro é seguido pela disseminação do pânico entre os agentes que, ao buscarem vender seus ativos a qualquer custo, provocam uma queda abrupta dos preços. De acordo com o autor, esse círculo tem caracterizado os momentos de turbulências nos mercados ao longo do tempo – das tulipas na Holanda no século XVII ao *crash* das bolsas americanas em 1987.

6. De acordo com Minsky (1986, p 173): “*Instability emerges as a period of relative tranquil growth is transformed into a speculative boom. This occurs because the acceptable and the desired liability structure of business firm (corporations) and the organizations acting as middlemen in finance change in response to the success of the economy*”.

7. Ver Keynes (1985).

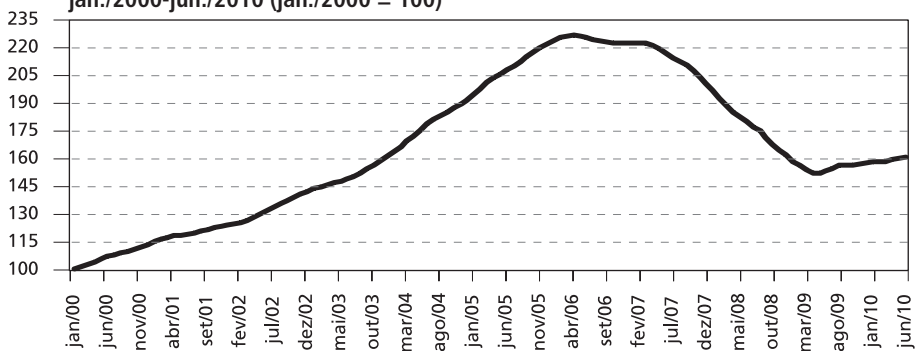
8. Ver Minsky (2008).

9. E de forma mais detalhada por Kindleberger (2000).

10. A percepção de ‘algo novo’ não necessariamente está relacionada com as variáveis de fundamento econômico dos ativos em questão. Uma discussão sobre a formação de preços no mercado financeiro é realizada por Aglietta (1995).

GRÁFICO 1

**Índice Nacional de Preços dos Imóveis Residências dos Estados Unidos,
jan./2000-jun./2010 (jan./2000 = 100)**



Fonte: Elaboração própria a partir do índice *S&P/Case-Shiller US National Home Price*, que reúne 10 regiões metropolitanas dos Estados Unidos – disponível na página eletrônica da *Standard and Poors*: <http://www.standardandpoors.com.br>

Situação não diferente ocorreu na dinâmica recente dos preços dos ativos por ocasião da crise financeira deflagrada em meados de 2008. Esse episódio, tido como a mais grave crise desde a quebra da Bolsa de Valores americana em 1929, sucedeu-se a um momento marcado por alguns anos de relativa euforia disseminada em todo o mercado americano e atrelada, principalmente, aos efeitos indiretos da especulação no mercado de ativos imobiliários. Os efeitos dessa euforia podem ser ilustrados por meio do movimento dos preços dos imóveis residenciais dos Estados Unidos durante o período. Alvo principal das práticas especulativas que resultaram no colapso financeiro em setembro de 2008, o gráfico 1 mostra como, momentos antes a esse evento, os preços desses bens alcançaram patamares muito superiores aos níveis praticados em toda a história da série. Assim como no contexto das outras crises, os aumentos verificados nesses preços não podem ser explicados a partir da simples análise dos fundamentos econômicos desses ativos, como apregoa a teoria dos mercados eficientes. Novamente aqui, as contribuições de Minsky são relevantes na medida em que parcela importante desse fenômeno responde ao aumento das práticas de risco dos investidores num ambiente de otimismo generalizado, comportamento comum nos momentos de tranquilidade, que é inerente aos processos geradores de fragilidade financeira.

Essa elevação da propensão ao risco nos mercados normalmente se manifesta no aumento do grau de alavancagem das posições assumidas pelos investidores, o que intensifica os efeitos das estratégias individuais sobre os preços dos ativos e torna mais intensas as tendências de aumentos de valor verificadas nos ambientes financeiros. Tais tendências operam sob uma lógica de valorização apoiada na expectativa de acréscimos contínuos dos preços futuros dos ativos, cenário propício para a realização de ganhos financeiros, ou de lucros generalizados, quando há a possibilidade de que a maior parte dos agentes venda seus “produtos” a preços sistematicamente mais elevados.

O mecanismo exposto opera no contexto da crise americana, caracterizada pela explosão das negociações no mercado imobiliário apoiadas na perspectiva de valorização futura tanto dos imóveis quanto dos ativos financeiros atrelados às operações no mercado hipotecário. Na tipologia *minskyana*, a bolha verificada fornece uma ilustração acerca do deslocamento do sistema financeiro em direção à instabilidade, consoante o aumento das apostas – numa alta contínua e invariável dos preços –, estas financiadas por meio de dívidas em excesso (McCULLEY, 2009).

Sob esse argumento, é possível identificar três etapas na evolução da crise americana. Num primeiro momento, as operações de crédito realizadas eram relativamente conservadoras, dado que os fluxos de renda esperados pelos devedores eram suficientes para cobrir tanto as despesas com o serviço da dívida, como a amortização do principal. Tais transações caracterizaram as hipotecas mais antigas no mercado imobiliário estadunidense e exibiram o chamado tipo *hedge* de exposição financeira.

Num segundo momento, os créditos arquitetados consentiam o pagamento mensal apenas dos juros e tornavam possível a liquidação do principal ao final da maturidade da hipoteca. A transição das exposições tipo *hedge* rumo a essas operações mais especulativas criava, no mercado, condições favoráveis ao aumento dos preços residenciais, na medida em que a obrigação de pagar somente os juros permitia aos devedores obter maior volume de crédito junto aos credores. Em outras palavras, os agentes conseguiam financiamento para imóveis de valores mais altos, porém com a mesma quantidade de renda das famílias tipo *hedge* comentadas anteriormente. Diante da maior oferta de crédito, a decorrente elevação dos preços dos imóveis eliminava o risco de uma eventual desvalorização do bem antes do prazo final de liquidação da hipoteca, o que incentiva a maior exposição das pessoas ao risco. O mecanismo por trás desse tipo de operação era assentado na confiança dos credores e dos devedores na elevação contínua dos preços imobiliários e assumia características muito semelhantes às transações do tipo especulativas descritas por Minsky.

Num terceiro momento, o aparecimento das exóticas hipotecas de amortização negativa e do mercado de ativos *subprime* inundou o mercado com títulos financeiros que permitiam a incorporação das despesas com juros mensais não pagos ao montante principal emprestado, acumulando, ao final da maturidade do título, um saldo devedor muito superior ao originalmente acordado. Isso possibilitava ao tomador de empréstimo obter ainda mais recursos junto ao mercado financeiro, comprometendo valores superiores ao seu fluxo de renda esperado, ou seja, estimulava o deslocamento de devedores tipo *hedge* e especulativo na direção de exposições significativamente alavancadas, as chamadas, por Minsky, de unidades *Ponzi*. À medida que tais créditos eram disponibilizados, a elevação dos encargos e da obrigação final dos financiamentos perdia importância, tanto para os credores como para os devedores, uma vez que os preços dos imóveis subiam numa velocidade superior ao aumento de tais custos.

A explosão dessas práticas especulativas no mercado imobiliário americano era particularmente estimulada pela ação dos chamados *shadow banks*,¹¹ que, ao não estarem circunscritos às restrições regulatórias dos bancos comerciais, representavam uma alternativa, inclusive para os próprios bancos, de executar empréstimos com maior grau de alavancagem e engendrar instrumentos financeiros criativos, como os *subprimes*, títulos de pagamento somente dos juros, opções com amortização negativa, entre outros. Assim, a expansão do *shadow banking system* foi seguida pela euforia com a valorização das residências nos Estados Unidos, pela criação de sofisticadas transações hipotecárias e, conseqüentemente, pela progressiva exposição do mercado financeiro ao risco.

Ao momento de ruptura desse otimismo – como o alcançado em setembro de 2008 com a quebra do banco Lehman Brothers nos Estados Unidos –, tem-se a disseminação do sentimento de pessimismo e do pânico nos mercados, resultado principalmente da incerteza (nos moldes keynesianos) quanto ao rumo futuro da economia. A quebra das expectativas elimina a base de sustentação dos preços predominante nos momentos de euforia, o que interrompe o mecanismo de realização de ganhos e provoca a queda súbita, rápida, sistêmica e intensa dos preços.¹² Com a eliminação desse suporte convencional de valorização, a estrutura de negócios para as hipotecas *subprime* é desmontada, resultando na escalada de falências tanto no mercado de bens, como no *shadow banking system*.

Em linhas gerais, o comportamento dos preços no mercado financeiro reflete o comportamento dos agentes e traz os indícios de uma maior propensão ao risco desses últimos e, por conseguinte, de uma tendência da economia à fragilidade. A disseminação de “fatores subjetivos” manifestos nos sentimentos de otimismo ou de pessimismo que caracterizam, respectivamente, os cenários de euforia e de incerteza, explica parcela significativa da dinâmica dos mercados. No Brasil, como será apresentado a seguir, o movimento do mercado financeiro também acompanhou o cenário de euforia do mercado americano e, em menor magnitude, o posterior quadro de incertezas.

11. O termo “*shadow banking system*” foi cunhado por Paul McCulley para designar as estruturas financeiras que, embora operassem de forma legal no mercado americano, estavam completamente fora da esfera de regulação aplicadas aos bancos pelo banco central estadunidense – Federal Reserve (Fed). Para entender como essas instituições operavam no mercado imobiliário dos Estados Unidos, ver McCulley (2009).

12. De acordo com índice Dow Jones, que engloba as 30 maiores ações industriais negociadas na New York Stock Exchange (NYSE), entre a primeira semana de setembro de 2008 e o mesmo período de outubro, a principal bolsa de valores americana acumulou uma desvalorização da ordem de 27% em apenas um mês. Quando comparada ao início de 2008, a perda atingiu o patamar de 35%, com o índice oscilando dos 13.900 (jan./2008) pontos para em torno dos 8.400 pontos em outubro de 2008. Cabe ressaltar que o piso da desvalorização ocorreu no início de março de 2009, quando o índice atingiu o nível dos 6.500 pontos, metade do patamar registrado no ano anterior (Ipea, 2010).

3 O COMPORTAMENTO DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO NA CRISE DE 2008

A análise particular da economia brasileira no contexto da crise financeira sistêmica deflagrada em setembro de 2008 traz indícios de que o mercado no Brasil não esteve imune ao movimento de extraordinária expansão das operações de derivativos que caracterizou os mercados mundiais nos anos anteriores a 2008, nem aos problemas decorrentes dessa elevada exposição financeira¹³. Os efeitos da crise americana no Brasil trouxeram à tona as evidências de um processo interno com dimensões não plenamente conhecidas, capaz de desencadear um quadro de fragilidade sistêmica nos moldes apontados por Hyman Minsky.

O otimismo dos investidores com a economia brasileira até o terceiro trimestre de 2008 era grande. Após anos de instabilidades que marcaram o quadro econômico dos anos de 1980 e de 1990, o país exibiu, desde 2003, uma melhora substancial nas principais variáveis macroeconômicas, acompanhada pela estabilidade política e institucional, e por taxas positivas de crescimento. Em 2004, o Produto Interno Bruto (PIB) apresentou uma variação real de 5,71% e, após dois anos com crescimento acima dos 3%, alcançou o percentual de 6,09% em 2007. Entre o terceiro trimestre de 2007 e igual período de 2008, o crescimento acumulado em 12 meses partiu de 5,4% para próximo de 6,8%¹⁴, acompanhando o ritmo de expansão da demanda doméstica que passou de 7,7% para 11,9% no mesmo período¹⁵.

O aquecimento da economia também se refletiu na evolução do crédito. No início de 2004, as operações dessa natureza não superavam 26% do PIB, enquanto, no final de 2007, atingiu o patamar de 33% do PIB e, em 2008, representou 41% do PIB. No auge da crise – terceiro trimestre de 2008 – essa relação girou em torno de 37% do PIB, tendo partido do patamar de 32% do PIB registrado no mesmo trimestre do ano anterior¹⁶. No cenário externo, o ambiente de taxas de juros excessivamente baixas e com condições de investimento acomodáticas levou ao aumento da liquidez nos mercados mundiais, beneficiando a entrada de fluxos de capitais nos países em desenvolvimento. Esses fatores, associados ao aumento dos preços internacionais das *commodities* e o consequente impacto positivo nos termos de troca, elevaram a atratividade dessas economias aos olhos dos investidores internos e externos. Em meados de 2007, o fluxo de entrada investimentos no mercado de ações no Brasil superou o patamar dos US\$ 4 bilhões, valor muito acima do verificado entre os anos de 2004 e 2006 quando a média dos ingressos não ultrapassou a barreira do US\$ 1 bilhão.

13. No Brasil, manifestada pelas transações especulativas das corporações no mercado de derivativos cambiais.

14. Ver tabela A3 no apêndice sobre a variação anual do PIB brasileiro.

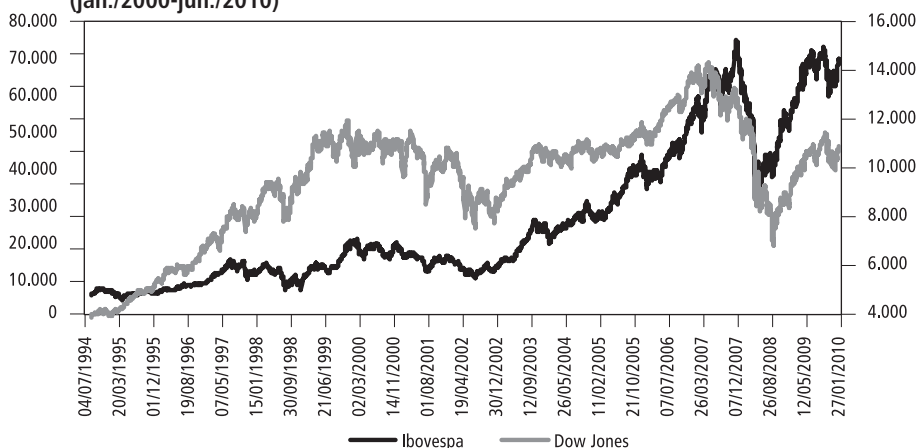
15. No trimestre de 2007, o consumo final das famílias totalizou aproximadamente R\$ 401,6 bilhões, representando um crescimento acumulado em 12 meses de 7,6%. No terceiro trimestre de 2008, o nível de consumo alcançou R\$ 468,7 bilhões, um aumento de quase 12% em relação ao patamar anterior (Ver tabela A4 no apêndice).

16. Para os dados sobre operações de crédito consultar tabela A2 no apêndice.

Como resultado desse cenário otimista, o Brasil, apesar da flexibilidade cambial, exibiu uma intensa valorização dos ativos transacionados no mercado financeiro, impulsionada pela elevação do país, em abril de 2008, ao grau de *investment grade*, segundo avaliação da agência de classificação de risco Standard & Poor's. Essa majoração das expectativas teve reflexo no índice da bolsa de valores brasileira, que apresentou uma valorização de aproximadamente 20% em moeda nacional (ou 44% em dólar)¹⁷ entre junho de 2007 e junho de 2008. O gráfico 2 traz o comportamento histórico do índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) desde o início de 1994 até os dias atuais e oferece uma representação visual da euforia que marcou o mercado financeiro doméstico nos anos que antecederam o ápice da crise americana em 2008. Os números mostram que, entre o início de 2004 e o primeiro semestre de 2008, o índice Bovespa partiu de um patamar em torno dos 22 mil pontos e atingiu 65 mil, acumulando uma valorização de 190%. Essa alta é ainda mais expressiva quando comparada ao ganho acumulado nos cinco anos anteriores, entre o início de 2000 e 2004, quando a apreciação não ultrapassou 33%. Vale ressaltar que o ponto mais alto da valorização foi alcançado no final de maio de 2008, momento no qual o índice rompeu, pela primeira vez, a barreira dos 70 mil pontos e atingiu o valor de 73.153,¹⁸ num contexto ainda cercado por perspectivas animadoras no mercado interno.

GRÁFICO 2

Índice de ações da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) versus Índice Dow Jones (jan./2000-jun./2010)



Fonte: Elaboração própria a partir do índice de ações (fechamento) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e do índice de ações Dow Jones da Bolsa de Valores de Nova York (fechamento), disponíveis na página eletrônica do Ipeadata: www.ipeadata.gov.br.

17. Ver Mesquita e Torós (2010).

18. Índice registrado em 28/05/2008.

No entanto, apesar dos resultados positivos atrelados ao desempenho econômico do país, grande parte dos aumentos verificados no índice financeiro esteve fortemente atrelada ao componente de expectativa disseminado entre os agentes financeiros e alimentado, sobretudo, pelos resultados positivos na lucratividade das empresas domésticas, pelo forte aumento nos preços das *commodities* no mercado internacional e pelos efeitos indiretos da intensa valorização da bolsa de valores americana que contagiou diversos sistemas financeiros no mundo.¹⁹ O cenário de otimismo vislumbrado por tais agentes desencadeou um processo de maior tolerância a risco entre bancos e empresas, acompanhado pelo deslocamento em direção às formas especulativas de financiamento e pelo aumento generalizado das exposições financeiras, dinâmica essa muito próxima daquela delineada por Minsky enquanto geradora de fragilidade sistêmica.

Os primeiros sinais da magnitude das posições alavancadas existentes no mercado brasileiro somente se tornaram conhecidas na fase mais aguda da crise, em setembro de 2008, quando o Federal Reserve (Fed) tomou a decisão de não socorrer o banco de investimento Lehman Brothers, levantando dúvidas quanto à robustez do sistema financeiro americano. Nesse cenário, a fuga dos capitais privados para ativos mais líquidos e seguros – especialmente títulos do Tesouro dos Estados Unidos e o próprio dólar – provocou um forte enxugamento da liquidez internacional e teve como desdobramento imediato a valorização da moeda americana frente ao real, além da queda do preço das *commodities* no mercado externo.

Apesar de os bancos nacionais possuírem participações mínimas no mercado de hipotecas americano, o chamado “*subprime* brasileiro” abrangeu as operações com derivativos cambiais realizadas entre importantes bancos – tanto domésticos quanto estrangeiros – e empresas nacionais. A surpreendente revelação de que corporações de grande porte – como Sadia, Aracruz e Votorantim – incorreram em perdas financeiras, por estarem envolvidas em transações especulativas no mercado de derivativos cambiais, causou enorme temor entre os operadores do sistema financeiro brasileiro diante da incerteza quanto ao real volume dos prejuízos e das instituições envolvidas. Segundo estudo de Novaes (2010), os dois casos mais relevantes, Sadia e Aracruz – ambas com ADR²⁰ negociados na Bolsa de Valores de Nova York – sofreram perdas da ordem de R\$ 760 milhões e de R\$ 1,95 bilhão em transações financeiras de câmbio futuro. Além disso, o Banco de Compensações Internacionais (BIS) divulgou estimativa para as perdas das

19. O gráfico 2 mostra uma elevada correlação do índice Bovespa e do índice Dow Jones da Bolsa de Nova York, principalmente nos anos posteriores a 2002.

20. Os American Depositary Receipts (ADRs) são instrumentos criados para permitir aos investidores norte-americanos negociarem ações de empresas que não são dos Estados Unidos. Por meio desse instrumento, um determinado número de ações pode ser representado por ADRs, que são precificados e negociados em dólares no mercado de ações americano (AHUJA, 2007).

companhias brasileiras com derivativos cambiais, no último trimestre de 2008, de cerca de US\$ 25 bilhões – seis vezes superiores às aquelas estimadas para o México (US\$ 4 bilhões).

Algumas motivações são citadas para explicar a decisão das companhias de correrem riscos dessa magnitude. Um dos principais argumentos recai sobre a perda de competitividade das empresas em razão da valorização do real no período anterior à crise de 2008. Sob esse argumento, a busca por alternativas de ganho financeiro para compensar a queda nas receitas leva as empresas a optarem pela valorização dos seus ativos por meio de transações especulativas cambiais. Esse quadro é estimulado pelos bancos privados, principalmente a partir de 2007,²¹ mediante a oferta de empréstimos com dupla indexação: taxa de juros do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e da variação cambial, ou seja, crédito vinculado às operações com derivativos em dólar. O cenário de tranquilidade no mercado interno e a relativa estabilidade da taxa de câmbio combinados com o otimismo quanto ao desempenho da economia brasileira reuniram os condicionantes ideais para que empresas e instituições financeiras subestimassem os riscos inerentes a essas operações e assumissem exposições consideráveis na moeda americana.

O rompimento das expectativas no mercado brasileiro ocorreu na ocasião do colapso financeiro em 2008, cujo impacto imediato repercutiu sob a forma de intensa e abrupta desvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar. Entre a metade de setembro e o início de outubro de 2008, o real desvalorizou 29,6%, o que desencadeou a sequência de prejuízos financeiros atrelados às referidas operações com derivativos.²²

No mercado financeiro, o cenário de euforia anterior cedeu lugar ao pânico. Os rumores de insolvência envolvendo as grandes corporações empresariais seguiram acompanhados de enormes incertezas quanto ao grau de envolvimento das instituições financeiras contrapartes nas transações descobertas ou com passivos em créditos concedidos àquelas. As dúvidas quanto à rigidez do sistema financeiro naquele momento era justificada pelo completo desconhecimento tanto dos volumes envolvidos como dos agentes participantes. Prevalcia, portanto, uma evidente incerteza no sentido atribuído por Keynes, essa expressa, sobretudo, nas palavras do então presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles: “(...) eram empresas grandes, não se sabiam quantas nem quais. Elas tinham contrato majoritariamente com bancos internacionais. Só que mantinham linhas de

21. Os sinais da instabilidade financeira no mercado americano em 2007 provocaram a elevação do custo de captação tanto no ambiente internacional, devido à redução da liquidez, como no ambiente doméstico, por meio da alta da taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC). Ver Freitas (2009).

22. Taxa de câmbio do dólar americano (R\$/US\$) – venda, fechamento – disponibilizada no site do Banco Central do Brasil. (www.bacen.gov.br).

crédito com grandes bancos nacionais. Aqui de novo, não se sabiam quantos ou quais (...)” (MALBERGIER; AITH, 2009).

Ainda segundo o presidente do Banco Central, o mercado brasileiro estava de tal maneira alavancado que a intervenção do Banco Central era necessária para evitar perdas significativas para os bancos locais (MALBERGIER; AITH, 2009).

Não surpreendentemente, o comportamento dos preços na Bovespa perdeu a sua principal base de sustentação – as expectativas – e apresentou forte queda, conforme mostra o gráfico 2. No intervalo entre a primeira quinzena de setembro e de outubro de 2008, a desvalorização chegou a 24%. No início de setembro, o índice Bovespa oscilava em torno do patamar de 55 mil pontos e caiu para próximo dos 29 mil já no final de outubro, acumulando uma depreciação de quase 47% em apenas dois meses.²³

Tem-se, portanto, que o quadro de instabilidade ocorrido no Brasil durante a crise em 2008, embora esteja inegavelmente atrelado a fatores externos advindos principalmente do colapso no mercado financeiro americano, trouxe evidências de que havia internamente a emergência de um processo de crescente alavancagem financeira com potencial capacidade de conduzir o sistema brasileiro à fragilidade. Em outras palavras, o contexto da crise de 2008 atingiu um Brasil imerso num clima de otimismo e de relativa euforia no ambiente financeiro, porém enfraquecido pela existência de empresas altamente expostas em operações especulativas – os chamados financiamentos tipo *Ponzi*, na linguagem de Minsky. Esse fato expõe uma instabilidade fundamental no mercado brasileiro que, segundo a teoria minskyana, é inerente ao tipo de economia moderna. Logo, assim como em outros mercados, o sistema financeiro, no Brasil, também tende a desenvolver forças endógenas que o faz caminhar de situações estáveis em direção a um *boom* especulativo,²⁴ ou seja, aqui também “a estabilidade é em si desestabilizadora”.

Essa percepção torna-se especialmente relevante quando são analisados os desdobramentos desse episódio nos momentos seguintes. Atualmente, prevalece o consenso de que a repercussão da crise sobre a economia brasileira, embora relevante, foi consideravelmente limitada, quando comparada aos seus efeitos em outros países, tanto no aspecto da duração da recessão interna como do impacto sobre o sistema financeiro. Parte da explicação disso reflete a assertividade das políticas

23. Em relação a esse ponto, a forte desvalorização no mercado de *commodities* elevou as incertezas quanto ao seu impacto na indústria brasileira, essa altamente atrelada à exportação de bens primários. Entre junho de 2008 – o momento auge da valorização dos preços das *commodities* – e dezembro do mesmo ano, esses bens acumularam uma perda de aproximadamente 54,6%, em apenas seis meses. Ver índice dados da Roger International Commodities Index (RICI). Disponível na página eletrônica <http://www.rogersrawmaterials.com/page1.html>.

24. Sobre isso, cabe ressaltar o fato de o sistema financeiro brasileiro estar fortemente interligado ao sistema financeiro internacional, como ilustrado no gráfico 2. Isso acentua os efeitos das bolhas especulativas, tanto no cenário de euforia, como no de turbulência, sobre o mercado doméstico.

públicas adotadas na gestão da crise, bem como as condições macroeconômicas favoráveis no início da turbulência. Cabe ressaltar a importância das diferentes iniciativas do Banco Central na eliminação do problema da liquidez – em dólares e em reais – no estágio auge da crise no Brasil. Entre os instrumentos utilizados pela autoridade monetária, foram especialmente importantes a realização de leilões de venda final de divisas, os leilões de venda com recompra de divisas, os empréstimos de reserva aberto para todas as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, a oferta de *swaps* cambiais assumindo posição vendida em dólar²⁵ e as medidas focadas na gestão da liquidez em moeda nacional, as quais contemplaram três áreas: *i*) abatimento no recolhimento compulsório; *ii*) operações com o Fundo Garantidor de Crédito (FGC); e *iii*) o aperfeiçoamento da regulamentação do redesconto.²⁶ Em conjunto, todas essas intervenções tiveram êxito em remover a constrição de moeda e favoreceram a retomada do crédito pelos bancos públicos, colocando o Banco Central na posição de prestador de última instância na economia, ou de *big bank* na abordagem minskyana. Por conseguinte, em meados de março de 2009, o sistema já havia superado a fase mais grave da contração da liquidez, e o mercado já exibiu sinais de uma rápida recuperação das expectativas.

Paralelamente, o gráfico 2 mostra a rapidez e a intensidade com que o índice da Bovespa reverteu a trajetória de queda e voltou a operar nos patamares vigentes antes da crise. Entre o momento auge da desvalorização, outubro de 2008, e o final de dezembro de 2008, a bolsa de valores brasileira exibiu uma apreciação de aproximadamente 27% e, em meados de julho de 2009, já oscilava em torno dos 50 mil pontos, acumulando um ganho de 32% nos primeiros sete meses de 2009. Desde o início de 2010, o índice tem-se sustentado ao redor dos 70 mil pontos, nível próximo ao verificado na ocasião da maior alta da história da série, ocorrida em maio de 2008.

Essa expressiva e súbita retomada do otimismo entre os investidores parece induzir a um novo momento de elevadas expectativas no mercado de capitais no país. A semelhança entre o cenário atual e o do contexto anterior a 2008 levanta a preocupação quanto à emergência de um novo momento especulativo apoiado em perspectivas subjetivas de ganhos financeiros. Baseado nas lições de Minsky, a emergência de novas crises sistêmicas no atual ambiente de euforia torna-se mais provável, o que reforça a necessidade de supervisão e de regulação do mercado financeiro doméstico.

25. Ao vender *swaps* tradicionais, o Banco Central oferecia *hedge* aos compradores de dólares, atenuando os problemas do setor corporativo não financeiro com derivativos cambiais.

26. Importante ressaltar o significado dessa medida para a atuação dos bancos públicos (Banco do Brasil, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social e Caixa Econômica Federal) na gestão de problemas de liquidez no sistema. Para uma discussão mais detalhada sobre essas ações do Banco Central do Brasil na crise de 2008, ver Mesquita e Torós (2010).

4 ESTUDO ECONOMÉTRICO – ATUAÇÃO DO “SENTIMENTO DE MERCADO” NA DINÂMICA DO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO.

A análise apresentada na seção anterior ressaltou o peso das expectativas no comportamento do mercado financeiro brasileiro durante a evolução da crise deflagrada nos Estados Unidos. Esse fator subjetivo explica, por exemplo, a tendência de valorização dos ativos financeiros no momento de relativa euforia vivenciada pelo mercado antes de setembro de 2008, o crescimento das exposições alavancadas, a expressiva desvalorização dos ativos no momento auge da crise e a rápida recuperação das negociações no âmbito da bolsa de valores ainda no primeiro semestre de 2009.

Adicionalmente, a primeira seção apontou algumas limitações à teoria dos mercados eficientes ao explicar o processo da formação de preços no âmbito dos mercados financeiros. Uma possível interpretação para a insuficiência da teoria convencional pode ser encontrada no fato de que uma parte relevante das explicações sobre o comportamento dos mercados está relacionada à disseminação de fatores subjetivos, como incerteza, pessimismo ou otimismo, chamados aqui de “sentimento de mercado”, entre os agentes, induzido a reações arbitrárias no âmbito do sistema financeiro e, na maioria das vezes, distantes das motivações racionais que atrelariam os preços dos ativos aos seus fundamentos objetivos.

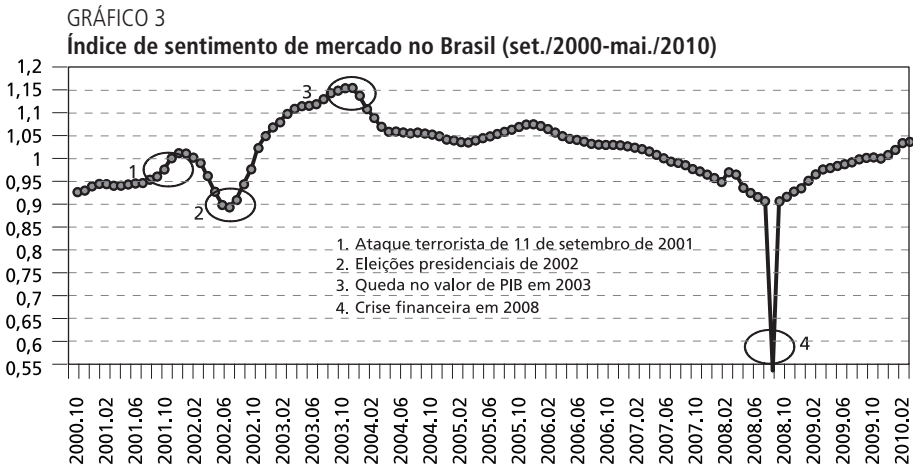
Motivado por essa discussão, o exercício empírico proposto nessa seção traz uma tentativa de modelar a presença dessa variável subjetiva no processo de formação de preços de um ativo brasileiro, de modo a acompanhar a sua dinâmica nos últimos dez anos, incluindo o episódio da crise financeira de 2008. Para a realização desse exercício empírico, investigou-se o comportamento do preço do título brasileiro de emissão soberana, o Bônus Global República 40, ou simplesmente Global 40, amplamente negociado nos mercados financeiros internacionais. Adicionalmente, recorreu-se a uma metodologia não tradicionalmente utilizada nos estudos econômicos, qual seja, o método dos modelos de espaço de estado (*State Space Model*). A seção 1 do apêndice traz uma discussão mais detalhada sobre essa metodologia visando esclarecer seus principais pontos. Aqui, cabe apenas comentar que o método permitiu estimar um conjunto de componentes não observáveis (CNO) diretamente, os quais explicam uma parte importante das variações na trajetória do preço em estudo. É justamente esse componente não observado que será interpretado como “sentimento de mercado”.

4.1 Análise dos resultados empíricos

Em linhas gerais, a dinâmica dos preços dos ativos financeiros não se circunscreve apenas às “variáveis de fundamento” objetivamente conhecidas e diretamente mensuráveis. Sabidamente, um fator importante que afeta a trajetória dos preços é aquilo que se pode chamar de “estado de ânimo” ou “sentimento de mercado”–

todavia, não diretamente mensurável e, por isso, não passível de ser objetivamente considerado na metodologia tradicional (WEITZMAN, 2007). Apesar de presente de fato na economia, a variável permanece como algo subjetivo e de difícil quantificação, geralmente incorporada ao resíduo das estimações tradicionais.

Assim sendo, a série de CNO estimada procura refletir, pelo menos em parte, o comportamento desse fator subjetivo. A medida expõe os momentos nos quais as variações do *spread* do Global 40 são distanciadas das variáveis de fundamento quantitativo da economia e oscilam em resposta a fatores não mensuráveis diretamente. A análise do gráfico 3 traz o índice calculado a partir dessa estimativa e ilustra, com relevante significância, a atuação desse sentimento nos diferentes momentos do tempo. Os valores próximos a 1 (um) podem ser interpretados como representando o nível médio do ânimo dos mercados no Brasil durante o intervalo de tempo do estudo. Os valores acima dessa média seriam os momentos de relativo maior otimismo e, da mesma forma, os valores abaixo de 1 seriam os momentos de relativo maior pessimismo da economia.



De modo a acompanhar a trajetória estimada nos anos que antecedem a crise de 2008, o gráfico 3 mostra que, para o período anterior ao ataque terrorista nos Estados Unidos (setembro/2001), o sentimento do mercado era relativamente pessimista – dado que o índice era inferior a 0,95 – e sistematicamente abaixo de 1. Nessa interpretação, o relativo “pessimismo” poderia estar ainda refletindo os efeitos da crise da Nasdaq (março de 2000) sobre as economias mundiais. Por conseguinte, no mês posterior a setembro, a economia é tomada por um sentimento otimista que eleva o mesmo índice para próximo de 1,01, movimento em linha com a retomada da confiança dos agentes após o episódio do ataque terrorista aos Estados Unidos, em 11 de setembro de 2001.

Após esse momento, a economia brasileira volta a presenciar a atuação de sentimento pessimista decorrente da incerteza quanto ao resultado das eleições presidenciais de 2002. As dúvidas sobre a possível vitória de um candidato de esquerda para o governo no Brasil foi motivo de grande insegurança por parte dos investidores quanto à forma com que a nova gestão conduziria tanto as questões políticas como as econômicas do país; tal insegurança é refletida nas sucessivas desvalorizações das transações realizadas no âmbito da Bovespa, que operava em torno dos nove mil pontos nos meses próximos as eleições (gráfico 2). À medida que o favoritismo do candidato Luiz Inácio Lula da Silva confirmava-se, menor era a tranquilidade do mercado, o que resultou nos níveis de risco em patamares assustadoramente altos, sem precedentes na série observada.²⁷ Novamente, o índice de sentimento do mercado volta a ficar abaixo de 1, atingindo o patamar de 0,90, ou seja, lado pessimista do gráfico.

No período seguinte, o restabelecimento da confiança dos agentes com as diretrizes do governo Lula eleva o índice de ânimo para níveis acima de 1,10 já no início de 2003 – valor superior ao visualizado no período anterior ao episódio das eleições de 2002 – e, no lado otimista do gráfico, sugerindo a maior atuação desse fator positivo sobre a percepção dos agentes.

Movimento semelhante também pode ser visualizado nos primeiros meses de 2004, quando a retomada de crescimento do PIB brasileiro parece adicionar percepções otimistas sobre a economia, e o índice de sentimento atinge o valor próximo de 1,15, maior valor alcançado na história da série estudada, ou seja, momento no qual o componente de ânimo do mercado – nesse caso o otimismo – atua de maneira determinante sobre as avaliações dos investidores em detrimento dos fundamentos quantitativos.

A partir desse momento e até os meses finais de 2007, o índice de sentimento de mercado oscila sempre em patamares acima da média – lado otimista do gráfico. O período coincide com uma fase relativamente tranquila da economia, caracterizada pela ausência de grandes choques e de turbulências tanto no cenário interno como no externo. Além disso, conforme discutido na seção anterior, esses anos coincidem com a fase de maior valorização da Bolsa de Valores no Brasil, cerca de 190% no período, sinalizando a elevada influência do otimismo e das expectativas positivas sobre a percepção dos agentes e, conseqüentemente, sobre a evolução dos preços dos instrumentos financeiros negociados.

Em 2008, os fatores atrelados à crise imobiliária americana já impactam de forma negativa o ânimo dos mercados, levando o índice para patamares abaixo da média, porém ainda próximos a 1, sinalizando o início de um movimento de reversão das expectativas na dinâmica do mercado brasileiro. A partir desse

27. O gráfico A2 no apêndice ilustra a magnitude da alta na série de risco país nos meses que antecedem as eleições de 2002.

momento, a sucessão de notícias negativas reforça o sentimento de pessimismo entre os agentes, com reflexo na forte tendência decrescente do índice de sentimento de mercado, movimento não visualizado em momentos anteriores da série em estudo. A evolução desse sentimento durante o ano de 2008 culmina com o auge do choque negativo sobre os mercados mundiais em setembro do mesmo ano, quando a notícia da falência do banco Lehman Brothers expõe a fragilidade do sistema financeiro dos Estados Unidos para o mundo. O índice de sentimento para o Brasil cai abruptamente e atinge o valor de 0,55 em outubro/ de 2008, o valor mais baixo e pessimista da série estimada e, igualmente, o momento de maior e pontual queda na Bovespa, em meio à revelação dos derivativos de câmbio, como foi apontado na seção anterior.

Superadas as primeiras incertezas desse momento mais grave da crise, as preocupações com a conjuntura futura, em decorrência dos desdobramentos da crise financeira nos diversos países, ainda persistiram no primeiro semestre de 2009 e explicaram o índice de sentimento de mercado no lado pessimista do gráfico, perto de 0,95. No entanto, o progressivo retorno das expectativas, iniciadas ainda em 2008, alterou rapidamente a trajetória da série, que passou a exibir uma acentuada tendência ascendente, partindo de aproximadamente 0,90 nos meses finais desse ano e alcançando o patamar ao redor de 1 ainda no primeiro semestre de 2009. No final do mesmo ano, o índice rompeu a barreira média e passou a oscilar no lado otimista do gráfico, movimento em linha com a rapidez e a intensidade do retorno dos ganhos na bolsa brasileira e das expectativas positivas entre os investidores.

Em síntese, o estudo econométrico apresentado nesta seção procurou mostrar, de forma quantitativa, a dinâmica do sentimento de mercado, variável subjetiva, no comportamento do sistema financeiro do Brasil, ressaltando a sua importância principalmente no contexto da última crise americana de 2008. Assim como discutido na seção 2, os resultados sinalizam a persistência de momentos otimistas no período que antecede o auge do colapso financeiro, episódio esse marcado por um forte impacto pessimista e seguido por rápida reversão do sentimento negativo, ainda nos meses finais de 2008. Atualmente, segundo o modelo, o mercado brasileiro exibe um crescimento das expectativas otimistas rumo aos níveis semelhantes ao vigente nos momentos de relativa tranquilidade que marcaram os anos anteriores a 2008.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As discussões conduzidas neste artigo procuraram ressaltar os sinais de que o mercado brasileiro não esteve plenamente protegido do movimento de expansão das operações especulativas que caracterizou as transações financeiras dos principais mercados mundiais nos anos anteriores a 2008. Ao contrário, ainda que as instabilidades do mercado doméstico, nos instantes seguintes a

setembro daquele ano, estejam inegavelmente relacionadas aos fatores externos advindos do colapso no mercado americano, havia, no Brasil, evidências de um crescente processo interno de alavancagem financeira com potencial capacidade de conduzir o sistema para a fragilidade.

Essa observação adquiriu particular relevância quando examinada à luz das reflexões de Minsky sobre as flutuações financeiras. Isso porque a análise apresentada sobre o comportamento do mercado no Brasil expôs a emergência de três momentos distintos exibidos pela economia durante os anos de gestação da crise: *i*) um primeiro momento de relativo otimismo e de euforia no ambiente financeiro; *ii*) um segundo de quebra das expectativas e de incerteza quanto ao grau de alavancagem das operações especulativas envolvendo empresas e bancos brasileiros; e *iii*) um terceiro momento caracterizado pela rápida reversão do cenário negativo – dada a intervenção das autoridades econômicas – e pelo retorno dos patamares de ganhos vigentes no período de anterior otimismo. Adicionalmente, esses momentos foram claramente identificados no exercício empírico que procurou descrever a presença dos sentimentos de otimismo e pessimismo durante as situações de euforia e de incerteza que marcaram a dinâmica do mercado brasileiro nos anos recentes. Tal comportamento revelou o funcionamento de um mercado interno que se ajustou à descrição do cenário minskyano de evolução rumo à fragilidade sistêmica.

Sob esse ângulo de análise, o sistema financeiro no Brasil, assim como em outros mercados, tende a desenvolver forças endógenas que o fazem caminhar de situações estáveis em direção a um *boom* especulativo. Tal colocação traz a preocupação quanto à importância do desenho de políticas públicas de caráter regulatório e de supervisão capaz de limitar a evolução de tais forças. Esse debate torna-se particularmente urgente no momento atual, marcado pela retomada súbita e expressiva das expectativas otimistas entre os investidores, cenário propício para a subestimação dos riscos e para a emergência de nova crise financeira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. Lisboa: McGraw-Hill (Ed. 3), 1995.

DURBIN, J.; KOOPMAN, S. J. **Times Series Analysis by State Space Methods**. Oxford: Oxford University Press (Ed. 1), 2001.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, vol. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

GALBRAITH, J. K. **A Short History of Financial Euphoria**. New York: Makron Books, 1993.

JENSEN, M. C. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. **Journal of Financial Economics**, vol. 6, n. 2/3, p. 95-101, 1978.

MALBERGIER, S.; AITH, M. **Entrevista Henrique Meirelles: juros ao consumidor devem cair mais rápido**. Folha de S. Paulo, São Paulo, 13 de setembro de 2009, Caderno Dinheiro, p. B6.

MCCULLEY, P. **The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey**. New Port Beach, CA: Global Central Bank Focus, Pacific Investment Management Company (PIMCO), maio 2009.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy – A twentieth century fund report**. New Haven and London: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. P. **Can 'it' Happen Again? Essays on instability and finance**. New York: M. E. Sharpe, 1982.

MUTH, J. Rational Expectation and the Theory of Price Movements. **Econometrica**, n. 29, p. 315-335, 1961.

NOVAES, A. **Derivativos e Governança Corporativa: o caso Sadia – corrigindo o que não funcionou**. In: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Org.). **Risco e Regulação: porque o Brasil enfrentou em a crise e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Campus, 2010, p. 239-257.

OREIRO, J. L. **Bolhas Racionais, Ciclo de Preços de Ativos e Racionalidade Limitada: uma avaliação crítica dos modelos neoclássicos de bolhas especulativas**. *Análise Econômica*, ano 21, vol. 40, p. 89-114, set. 2003.

THALER, R. H.; MULLAINATHAN, S. **Behavioral Economics**. Cambridge, MA: National Bureau of Economics Research, Oct. 2000. Working Paper, n. 7948.

WEITZMAN, M. L. **Subjective Expectations and Asset-Return Puzzles**. *American Economic Review*, vol. 97, n. 4, p. 1102-1130, 2007.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

AGLIETTA, M. **Macroéconomie Financière**. Paris: Éditions la Découverte, 1995.

AHUJA, R. **Security Analysis and Portfolio Management**. New Delhi: Atlantic P.D. Ltd., 2007.

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

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. **Ipeadata macroeconômico**. Brasília, DF: Ipea, 2010. Disponível em – <http://www.ipea.gov.br>. Acesso em: 10 set. 2010

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Ed. Nova Cultural (Coleção Os Economistas, Ed. 2), 1985.

KINDLEBERGER, C. P. **Manias, Pânico e Crashes – Uma história das crises financeiras**. São Paulo: Ed. Nova Fronteira, 2000.

LUCAS, R. E. **Asset Prices in an Exchange Economy**. *Econometrica*, vol. 46, n. 6, p. 1429-1446, 1978.

MILANEZ, D. Y. **Finanças Comportamentais no Brasil**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: IPE/USP, 2001.

MINSKY, H. P. **“John Maynard Keynes – Hyman P. Mynsk’s Influential Re-Interpretation of the Keynesian Revolution”**. New York: McGraw-Hill, 2008.

MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. **Gestão do Banco Central no pânico de 2008**, in: GARCIA, Márcio & GIAMBIAGI, Fabio (Orgs.). **Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2010, pp.189-206.

SHILLER, R. **Exuberância Irracional**. São Paulo: Makron Books, 2000.

SIMON, H. A. **Models of Bounded Rationality**. Boston, MA: MIT Press, 1976.

ANEXO

1 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O método dos modelos de espaço de estado (*State Space Model*), com aplicação do recurso de Filtro de Kalman, e da Suavização foi escolhido para o desenvolvimento deste estudo por apresentar algumas vantagens em relação aos métodos tradicionalmente utilizados. A ideia básica dessa abordagem assume que o comportamento de um sistema de trajetórias no tempo – nesse caso, a série do *spread* do título soberano Global 40 – é determinado por um conjunto de vetores não observáveis (chamado de vetores ou componentes de estado) e por variáveis explicativas observadas (tais como: saldo em contas-correntes e dívida/PIB), sendo essa relação especificada na forma de Espaço de Estado. Baseado na estrutura dessa modelagem, é possível inferir o comportamento desses vetores e, por conseguinte, fazer previsões por meio de técnicas recursivas de Suavização e/ou Filtro de Kalman.¹

Uma das vantagens da metodologia, segundo Durbin e Koopman (2001), é que os diferentes componentes não observáveis que explicam a série, como tendência, sazonalidade, ciclo, em conjunto com os efeitos das variáveis explicativas e de intervenção, são modelados separadamente antes de serem incluídos na estrutura de Espaço de Estado. Isso abre ao pesquisador a possibilidade de identificar e modelar qualquer situação particular que requeira algum tratamento especial.

1.1 Banco de Dados

Os dados utilizados no estudo empírico foram extraídos da página eletrônica do Ipeadata. A tabela A1 na seção 2 deste anexo relaciona todas as séries utilizadas no decorrer do estudo que compreende a análise do período de setembro de 2000 a maio de 2010, no total de 116 observações.

1.2 *Spread* do título soberano brasileiro na forma de espaço de estado

O primeiro passo do exercício empírico compreende a modelagem da série na forma de Espaço de Estado, de modo a definir a estrutura do modelo sobre o qual serão aplicados os recursos da estimação da segunda etapa, Filtro de Kalman e/ou Suavização. A fase de seleção do modelo foi realizada com o auxílio do *software* STAMP 5.0. As estimações da segunda etapa foram realizadas em MATLAB. Para o estudo, foi considerada a série de *spread* do título público soberano (Bônus Global República 40), emitido pelo governo brasileiro, sendo esse *spread* calculado como pontos-base em relação ao título do Tesouro dos EUA de mesma maturidade. Por se tratar de uma emissão governamental e amplamente negociada

1. Para maiores detalhes sobre essa metodologia consultar Durbin e Koopman (2001).

nos mercados de capitais internacionais, a diferença de retorno entre o Global 40 e o título americano, esse último assumido pelo mercado como sendo livre de risco, também expõe o prêmio exigido pelos investidores para cobrir os eventuais riscos de deslocarem seus recursos em direção à aquisição do título brasileiro. Ou seja, quanto maior o prêmio exigido por tais agentes, maior será o *spread* pago por tais títulos em relação ao americano e, por esse motivo, pior a avaliação de risco por parte desses investidores.

A modelagem da série e, por conseguinte, a sua estimação, acompanha a metodologia descrita em Durbin e Koopman (2001). Para a definição do modelo especifica-se, primeiramente, o conjunto de variáveis explicativas e diretamente observadas que podem estar relacionadas com a dinâmica do preço do ativo. Neste estudo, as variáveis sugeridas foram: taxa de juros, taxa de câmbio, taxa de inflação, *spread* do Global 40(-1),² resultado primário do governo, razão dívida líquida/PIB, serviço da dívida do governo, saldo de contas correntes e reservas internacionais. Escolhidas as variáveis, prossegue-se com a elaboração e seleção do modelo. Assuma que Y_t represente a trajetória do *spread* do ativo brasileiro e que esse seja explicado pela seguinte relação:

$$Y_t = Z_t \alpha_t + \sum_{j=1}^k \beta_{jt} X_{jt} + \lambda_t W_t + \varepsilon_t \quad \text{onde } j = 1, \dots, 9 \text{ (número de variáveis explicativa)}$$

Onde: α_t = Componente não observado diretamente;

- X_{1t} = Taxa de Juros;
- X_{2t} = Taxa de Câmbio;
- X_{3t} = Taxa de Inflação;
- X_{4t} = *Spread* do Global 40(-1);
- X_{5t} = Resultado Primário;
- X_{6t} = Serviço da Dívida;
- X_{7t} = Saldo em Conta-Corrente;
- X_{8t} = Reservas Internacionais;
- X_{9t} = Razão Dívida Líquida/PIB;
- W_t = Dummy de Intervenção.

A estrutura desse modelo no ambiente de Espaço de Estado requer a segregação dessa relação em duas trajetórias: “trajetórias observadas” e “trajetórias não observadas diretamente”. Ou seja, a abordagem de *State Space Model* propõe estudar separadamente a interação entre os termos dependentes e explicativos por meio da definição de duas equações: Equação Observada e Equação de Estado. A primeira equação compreende a relação entre a variável a ser estudada, nesse caso a série do *spread* (Y_t), os componentes não observáveis (α_t), as variáveis

2. A variável “*spread* do Global 40(-1)” representa a variável “*spread* do Global 40” defasada de 1 (uma) observação. A inserção do termo defasado no modelo visa, além de capturar o efeito do retorno passado ($t-1$) sobre o retorno presente (t), corrigir problemas de natureza econométrica relacionada à autocorrelação dos resíduos e normalidade dos mesmos. Para mais detalhes, consultar Durbin e Koopman (2001).

explicativas (X_t) e as *dummies* de intervenção (W_t). A Equação de Estado, por sua vez, mostra como estão relacionados os termos que integram os componentes não observáveis (α_t), esse podendo assumir a forma de tendência estocástica, tendência com ou sem declividade (fixa ou estocástica), elemento de sazonalidade e/ou componente de ciclo. Para esse modelo, optou-se por não incluir o componente de ciclo no modelo, visto que o tamanho da amostra (período de setembro de 2000 a maio de 2010) é relativamente pequeno para exibir esse comportamento. Logo, a Equação de Estado foi definida pelos termos de tendência e declividade, sendo t o Vetor de Estado, escrito da seguinte forma:

$$\text{Vetor de Estado: } \alpha_{t+1} = (\mu_t \nu_t)$$

Nesse caso, o parâmetro ν_t representa o componente de declividade não observado associado ao componente de tendência μ_t , também não observado diretamente. A relação entre esses dois componentes é dada pelas duas equações:

$$\mu_{t+1} = \mu_t + \nu_t + \xi_t$$

$$\nu_{t+1} = \nu_t + \zeta_t$$

Onde ξ_t é o resíduo da equação de tendência, e ζ_t o resíduo da equação de declividade, o que torna ambos os componentes estocásticos.

O modelo completo que relaciona a Equação Observada e a Equação de Estado é dado por:

$$\text{Equação Observada: } Y_t = Z_t \alpha_t + \sum_{j=1}^k \beta_{jt} X_{jt} + \lambda_t W_t + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon)$$

$$\text{Equação de Estado: } \alpha_{t+1} = T_t \alpha_t + \eta_t, \quad \eta_t \sim N(0, \sigma_\eta)$$

Onde:

α_t - chamado de Vetor de Estado, relaciona os efeitos dos componentes de tendência e declividades não observados diretamente na série Y_t ;

Z_t - traz os coeficientes que relaciona o Vetor de Estado à série Y_t (esse coeficiente pode ser fixo ou variar no tempo);

T_t - chamada de Matriz de Transição e expõe a dinâmica do Vetor de Estado no tempo. Este pode ser fixo ou variar no tempo.

Os termos σ_ε e σ_η são chamados de parâmetros do modelo e são estimados via maximização de uma Função de Verossimilhança a partir do valor assumido para o Vetor de Estado inicial $-\alpha_1 \sim N(\alpha_1, P_1)$. O processo de escolha do melhor modelo implica estimar recursivamente as equações e analisar a significância dos coeficientes de todas as variáveis incluídas na modelagem: variáveis explicativas, *dummies* de intervenção, componentes de tendência e de declividade. Ademais, torna-se necessária a realização de ajustes no modelo, como a inclusão de intervenções sob a forma de *dummies* e/ou a inclusão da variável dependente defasada como variável explicativa, para corrigir eventuais problemas, como os de autocorrelação dos resíduos e de desvios na normalidade dos mesmos. Isso envolve analisar os resultados dos testes normalidade (*Q-Jung Box*, teste alternativo de *Doornik-Hansen*), os gráficos de correlograma dos resíduos estimados e os critérios de informação (BIC e AIC). Todas essas análises requerem a estimação dos parâmetros do modelo que, num primeiro momento, são desconhecidos, e devem ser inicialmente estimados a partir de uma suposição exógena para os valores iniciais. A alternativa empregada para esse exercício foi a maximização da Função de Verossimilhança sob a forma:

$$\text{Log}L_d = \log p(y) = -\frac{n}{2} \log(2\pi) - \frac{1}{2} \sum_{t=2}^n \left(\log F_t + \frac{v_t^2}{F_t} \right)$$

Onde:

$$V_t = V_t - \alpha_t$$

$$p(y) = \prod_{t=1}^n p(y_t | Y_{t-1}): \text{densidade conjunta de } y_1, \dots, y_n;$$

$$p(y_t | Y_{t-1}) = N(\alpha_t, F_t)$$

Y_{t-1} : o conjunto de observações passadas (y_1, \dots, y_{t-1}) .

F_t : a variância condicional de Y_t ...

Os parâmetros obtidos a partir da maximização dessa função são inseridos nas equações Observadas e de Estado, por meio das quais são calculados os Vetores de Estados e as matrizes Z e T. Esse exercício é realizado recursivamente até a obtenção da convergência dos parâmetros que estão sendo estimados.

Após sucessivas estimações, o modelo selecionado para o estudo do título brasileiro teve a seguinte especificação:

Variáveis Explicativas: dívida líquida/PIB, saldo em contas-correntes, *spread* Global 40(-1);

(variáveis consideradas significantes);

Dummies de intervenção: junho/2002 – no termo de tendência;

outubro/2008 – nos resíduos;

Componentes não observáveis: tendência estocástica e sem declividade;

Matrizes de transição (T e Z): invariantes no tempo.

Escolhido o modelo, prosseguiu-se com a sua estimação por meio do recurso da Suavização, com o objetivo de obter a estimação dos componentes não observados, ou vetor de estado, que influenciam a dinâmica do *spread*. Essa etapa do trabalho foi realizada por meio da programação em ambiente MATLAB. Como resultado, tem-se a estimação do Vetor de Estado (α), ou melhor, do Componente Não Observado, que compõe o conjunto de variáveis que explicam o comportamento da variável dependente, o *spread*. Assim sendo, a metodologia atribui valores ao vetor da equação.

De modo a facilitar a análise, o resultado do exercício empírico é apresentado, na seção 3, na forma de um índice, calculado por meio da divisão de cada observação estimada pela média de toda a série - $\frac{\alpha_t^e}{\text{média}}$ -; isto é, esse índice apenas modifica a escala da trajetória sem alterar a sua dinâmica, o que permite analisar em que momentos os componentes não observados atuaram em patamares acima ou abaixo da média de todo o período em estudo (quando o índice assume valor igual a 1).

2 TABELAS E GRÁFICOS

TABELA A1

Banco de dados utilizado no exercício empírico

Variáveis	Fonte fornecida pelo Ipeadata	Descrição
Dívida pública total	Dívida - total - setor público - líquida - R\$(milhões) - BCB Boletim	Quadro: dívida líquida do setor público. Obs.: Compreende governo federal e Banco Central, governos estaduais, governos municipais e empresas estatais (federais, estaduais e municipais).
Medida de risco-país	Bônus global República (40) - <i>spread</i> - (p.p.) - Valor Econômico	Em pontos-base sobre título do Tesouro dos EUA. Série obtida por meio da média da série diária.
Produto interno bruto (PIB)	PIB - preços de mercado - índice encadeado - <i>dessaz</i> . (média 1995 = 100) - IBGE/ Trim.	Fontes: Para 1991-1994: Sistema de Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000 (dados oriundos do banco Sidra). Para 1980-1990: Indicadores do IBGE: produto interno bruto.

(Continua)

(Continuação)

Variáveis	Fonte fornecida pelo Ipeadata	Descrição
Reservas internacionais	Reservas internacionais - US\$(milhões) - BCB Boletim	Quadro: reservas internacionais no Banco Central do Brasil.
Resultado primário	Resultado primário gov. federal - total - R\$(milhões) - Min. Fazenda	Quadro: resultado primário do governo central.
Resultado nominal	Resultado nominal (abaixo da linha) - R\$(milhões) - Min. Fazenda	Quadro: resultado primário do governo central (pelo critério (abaixo da linha) com desvalorização cambial.
Saldo em conta-corrente	Transações correntes - saldo - US\$(milhões) - BCB Boletim	Quadro: balanço de pagamentos. Obs.: Metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI (5ª ed., 1993). Também denominada conta-corrente.
Série de dívida/PIB	Dívida - total - setor público - líquida - (% PIB) - BCB Boletim/F. Públ. - BM12_DTSPY12	Quadro: dívida líquida do setor público.
Serviço da dívida	Serviços e rendas - despesas - US\$(milhões) - BCB Boletim	Quadro: balanço de pagamentos. Obs.: Metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI (5ª ed., 1993).
Taxa de câmbio	Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial - compra - média - R\$ - BCB Boletim	Quadro: taxas de câmbio do real. Obs.: Cotações para contabilidade. Os valores dos dois últimos meses são obtidos na Gazeta Mercantil.
Taxa de inflação	Inflação - IPCA - (% a.m.) - IBGE	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).
Taxa de juros	Taxa de juros - Over / Selic - (% a.m.) - BCB Boletim/M.Finan.	Quadro: taxas de juros. Para 1974-1979: fonte Andima. Dados mais recentes atualizados pela Sinopse da Andima.

Fonte: Página eletrônica do Ipeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

TABELA A2

Operações de crédito aos setores públicos e privados (jan./2001-abr./2010)

(Em % PIB)

2001.01	28,15	2003.05	24,40	2005.09	29,85	2008.01	33,37
2001.02	28,73	2003.06	24,89	2005.10	30,14	2008.02	33,59
2001.03	29,09	2003.07	25,12	2005.11	30,62	2008.03	34,46
2001.04	29,26	2003.08	25,23	2005.12	28,14	2008.04	34,73
2001.05	29,51	2003.09	25,38	2006.01	27,98	2008.05	34,99
2001.06	26,31	2003.10	25,64	2006.02	28,16	2008.06	35,19
2001.07	26,49	2003.11	26,14	2006.03	28,49	2008.07	35,58
2001.08	27,01	2003.12	26,19	2006.04	28,86	2008.08	36,37
2001.09	27,51	2004.01	25,84	2006.05	29,26	2008.09	37,37
2001.10	27,50	2004.02	25,73	2006.06	29,18	2008.10	38,09
2001.11	27,50	2004.03	25,47	2006.07	29,37	2008.11	38,90
2001.12	26,79	2004.04	25,79	2006.08	29,31	2008.12	40,84
2002.01	26,86	2004.05	25,95	2006.09	29,49	2009.01	40,81
2002.02	27,05	2004.06	25,91	2006.10	29,71	2009.02	40,74
2002.03	27,11	2004.07	25,76	2006.11	30,25	2009.03	41,04
2002.04	27,12	2004.08	25,85	2006.12	30,69	2009.04	41,13
2002.05	27,13	2004.09	26,20	2007.01	30,15	2009.05	41,43

(Continua)

(Continuação)

2002.06	27,08	2004.10	26,76	2007.02	30,36	2009.06	41,81
2002.07	26,93	2004.11	26,84	2007.03	30,51	2009.07	42,77
2002.08	25,92	2004.12	26,93	2007.04	31,08	2009.08	43,32
2002.09	26,60	2005.01	27,17	2007.05	31,30	2009.09	43,89
2002.10	25,17	2005.02	27,30	2007.06	31,48	2009.10	44,59
2002.11	24,47	2005.03	27,61	2007.07	31,80	2009.11	44,98
2002.12	24,21	2005.04	28,05	2007.08	32,25	2009.12	45,00
2003.01	23,94	2005.05	28,34	2007.09	32,46	2010.01	44,85
2003.02	23,95	2005.06	28,79	2007.10	32,99	2010.02	44,71
2003.03	23,80	2005.07	29,30	2007.11	33,64	2010.03	44,64
2003.04	23,83	2005.08	29,75	2007.12	33,38	2010.04	44,75

Fonte: Boletim de Moeda do Banco Central do Brasil. Disponível na página eletrônica do Ipeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

TABELA A3

Varição real anual do produto interno bruto (PIB) do Brasil (2001 e 2009)

(Em %)

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1,31	2,66	1,15	5,71	3,16	3,96	6,09	5,14	-0,19

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível na página eletrônica do Ipeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

TABELA A4

Consumo final das famílias – trimestral (4º trimestre de 2000 e 1º trimestre de 2010)

(Em R\$ milhões)

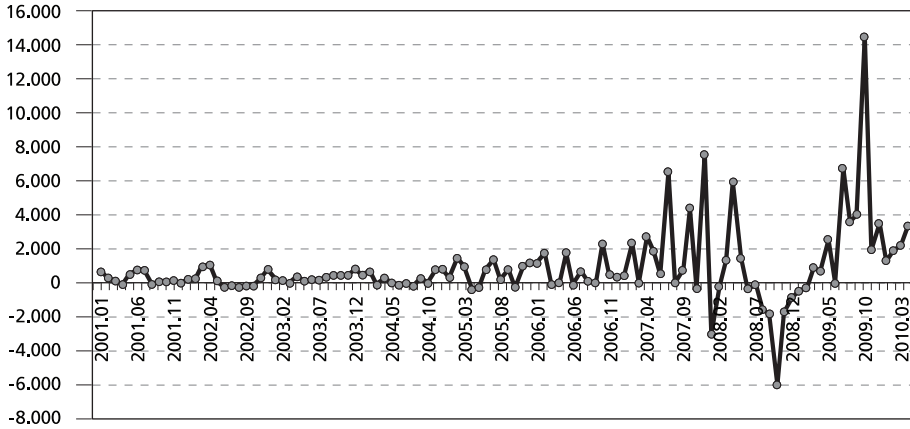
2000 T4	200.158	2005 T3	327.440
2001 T1	199.394	2005 T4	338.899
2001 T2	207.174	2006 T1	343.710
2001 T3	209.796	2006 T2	351.742
2001 T4	210.103	2006 T3	360.341
2002 T1	214.452	2006 T4	373.114
2002 T2	224.911	2007 T1	379.249
2002 T3	232.580	2007 T2	394.512
2002 T4	240.115	2007 T3	401.655
2003 T1	256.906	2007 T4	418.718
2003 T2	259.490	2008 T1	427.523
2003 T3	265.329	2008 T2	448.839
2003 T4	271.034	2008 T3	468.762
2004 T1	272.135	2008 T4	467.343
2004 T2	281.982	2009 T1	455.618
2004 T3	296.928	2009 T2	487.973
2004 T4	309.566	2009 T3	507.255
2005 T1	308.058	2009 T4	521.585
2005 T2	319.833	2010 T1	526.667

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível na página eletrônica do Ipeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

GRÁFICO A.1

Fluxo líquido de investimentos estrangeiros em ações (jan./2001-abr./2010)

(Em US\$ milhões)

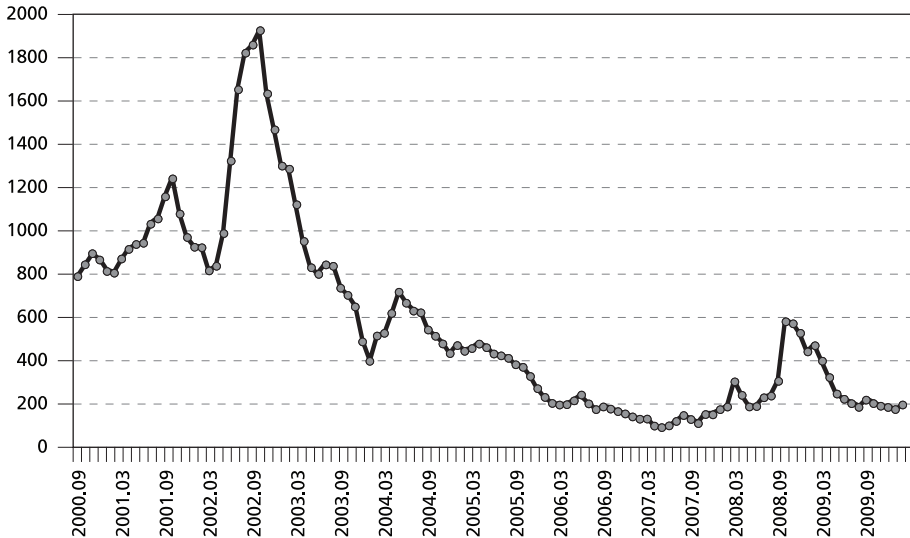


Fonte: Boletim do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil. Disponível na página eletrônica do Ipeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

GRÁFICO A.2

Spread do Bônus Global República 40 – título de emissão soberana do Brasil (4º trimestre de 2000 e 1º trimestre de 2010)

(Em pontos-base)



Fonte: Boletim do Balanço de Pagamentos do Banco Central do Brasil. Disponível na página eletrônica do Ipeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

A TRANSMISSÃO DA CRISE: INCERTEZA, EXPECTATIVAS E COMPORTAMENTO CONVENCIONAL

Emilio Chernavsky*

1 INTRODUÇÃO

Com o aprofundamento da crise econômica e financeira internacional no último trimestre de 2008, as expectativas da maior parte dos agentes, em relação à evolução da atividade econômica no Brasil, deterioraram-se aguda e abruptamente. Em seguida, também de forma muito rápida, o nível de atividade efetivamente se contraiu, parecendo, em boa medida, confirmar o acerto das expectativas negativas previamente criadas.

Na abordagem da economia neoclássica, essa deterioração é explicada com base nas mudanças percebidas pelos agentes nos valores esperados de variáveis associadas aos fundamentos econômicos do país. Com efeito, sob expectativas racionais (LUCAS, 1972), os agentes formam suas expectativas com base no estado assumido por aqueles. No entanto, quando os fundamentos mais citados para explicar a reversão das expectativas sob o impacto da crise internacional são analisados de forma mais cuidadosa, eles tendem a se mostrar insuficientes para justificar a rapidez e a intensidade com que essa reversão se verificou. De fato, a operação dos principais canais por meio dos quais – segundo as análises convencionais – os efeitos da crise internacional abater-se-iam sobre a economia do país, alterando seus fundamentos, está cercada de importantes fontes de incerteza as quais fazem com que dificilmente os efeitos transmitidos por esses canais possam, ao menos quando vistos isoladamente, justificar a abrupta mudança verificada nas expectativas. É preciso, portanto, procurar outros fatores capazes de explicar esse processo.

Com esse objetivo, este trabalho procurará, a partir da discussão do comportamento convencional dos agentes em situações de elevada incerteza e da autorrealização das expectativas, sugerir uma explicação alternativa para a internalização dos efeitos da crise global na economia nacional.

* Doutorando em economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas (IPE) da Universidade de São Paulo (USP)

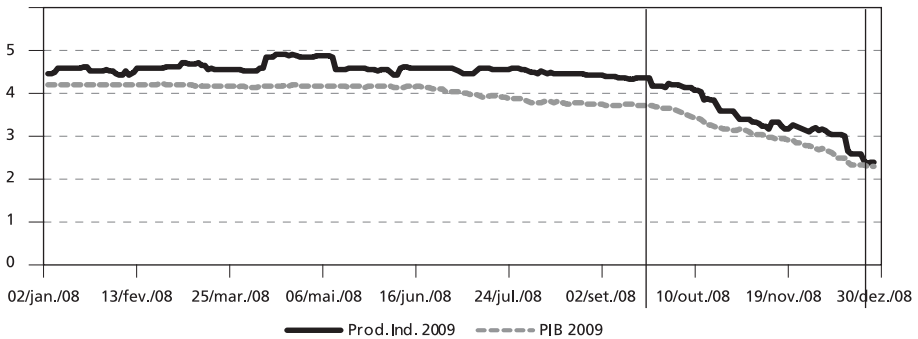
Após apresentar, na próxima seção, alguns indicadores da inflexão abrupta sofrida pelas expectativas relativas ao nível de atividade no país sob o impacto da deflagração da crise financeira internacional, far-se-ão, na terceira seção, algumas observações a respeito dos dois canais de transmissão da crise normalmente mais citados, apontando as incertezas envolvidas em sua operação. Sugerir-se-á que, diante de tais incertezas sobre os efeitos da crise sobre os fundamentos da economia do país, as eventuais mudanças previstas no estado destes são insuficientes para justificar a velocidade e a magnitude com que se verificou a deterioração das expectativas a partir de outubro de 2008. Posteriormente argumentar-se-á, na quarta seção, que a insuficiência dos fundamentos econômicos, longe de apontar algum tipo de anomalia ou de equívoco sistemático na análise sobre a qual se apoia a construção das expectativas dos agentes, constitui uma característica inerente a esse processo, numa economia capitalista marcada pela prevalência da incerteza. Ver-se-á que isso ocorre porque, diante de fundamentos incertos, embora potencialmente relevantes, os agentes tendem a construir suas expectativas primordialmente com base nas informações sobre as quais depositam a maior confiança, razão pela qual as condições econômicas correntes assumem uma importância central. Na quinta seção, mostra-se que, em situações nas quais o grau de incerteza é particularmente elevado – como foi efetivamente o caso nos meses que se seguiram a setembro de 2008 –, não somente o estado dos fundamentos é insuficiente para explicar as expectativas, como também o é a situação econômica corrente. Ver-se-á como, nesses contextos, a formação das expectativas adquire um caráter essencialmente convencional. Finalmente, na última seção, aponta-se a importância do fenômeno de autorrealização para a validade *ex post* das expectativas negativas geradas no ambiente altamente pessimista que marcou o aprofundamento da crise no último trimestre de 2008, assim como o fato de ser esse – em face da fragilidade dos canais concretos normalmente apontados – o mecanismo principal por meio do qual a crise internacional transmitiu seus efeitos à economia brasileira.

2 A CRISE E A QUEBRA DAS EXPECTATIVAS

A crise financeira iniciada com o estouro da bolha imobiliária estadunidense em meados de 2007, que vinha sacudindo os mercados internacionais ao longo de 2008, acentuou-se consideravelmente a partir de meados de setembro com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers e passou a afetar, de modo mais intenso, os mercados financeiros domésticos. A partir de então, as dúvidas com relação ao comportamento da economia brasileira diante da crise internacional intensificaram-se, e um sentimento de pessimismo crescente difundiu-se entre os agentes econômicos, particularmente no setor financeiro. Isto pode ser visto no gráfico 1, que mostra a evolução, ao longo

do ano de 2008, das expectativas para o crescimento da produção industrial e do produto interno bruto (PIB) em 2009, coletadas entre instituições em sua quase totalidade ligadas ao mercado financeiro e divulgadas semanalmente pelo Boletim Focus do Banco Central.

GRÁFICO 1
Expectativas de crescimento, PIB e produção industrial (2009)
(Em %)



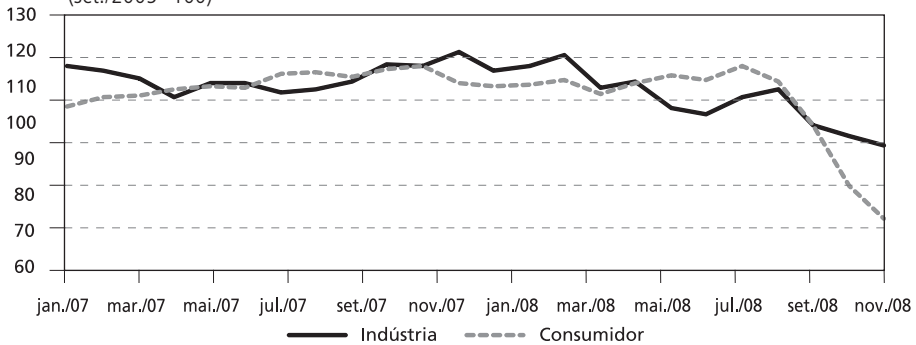
Fonte: Séries temporais das expectativas de mercado – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central do Brasil (BCB) disponíveis na página eletrônica: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>.

Elaboração do autor.

Observa-se que, efetivamente, a partir de meados de setembro, as expectativas aferidas para ambos os indicadores, que, até então, haviam apresentado variações relativamente pequenas e que flutuavam em torno dos percentuais previstos no início do ano, deterioraram-se rápida e intensamente e se reduziram, no espaço de apenas pouco mais de três meses – entre 24 de setembro e 31 de dezembro de 2008 –, a cerca de 46%, no caso da produção industrial, e a 39%, no do PIB.

Longe de restringir-se ao mercado financeiro, contudo, a abrupta deterioração das expectativas verificou-se também no setor real da economia, como pode ser observado no gráfico 2, que mostra a evolução, ao longo dos anos de 2007 e 2008, dos índices – coletados mensalmente pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) – de confiança do consumidor e da indústria (sazonalmente ajustado) com respeito às condições futuras da economia.

GRÁFICO 2
Índice de confiança – expectativas (jan./2007-dez./2008)
(set./2005=100)



Fonte: Sondagem Conjuntural – Instituto Brasileiro de Economia (Ibre) da FGV disponível na página eletrônica: <<http://portalibre.fgv.br/>>.

Elaboração do autor.

Ao longo de todo o ano de 2007 e em 2008, até o mês de setembro, ambos os índices flutuavam em torno de 110, nível historicamente elevado, que indica uma perspectiva otimista quanto ao futuro. Em compensação, a sondagem feita em outubro mostra uma queda de cerca de 9% na confiança do consumidor e de 11% no caso da indústria, queda que prossegue nos meses de novembro e de dezembro, nos quais a confiança do consumidor cai ainda 6% e as expectativas da indústria desabam em mais 26%.

Se o início repentino deste processo de acentuada deterioração das expectativas coincide com a multiplicação dos sinais de acirramento da crise financeira internacional, ele claramente *precede* a ocorrência de alterações negativas importantes na grande maioria dos indicadores relativos ao nível de atividade na economia brasileira. Efetivamente, no mês de outubro, quando as expectativas já se encontravam, como sugerido, em forte queda, e a despeito de certos setores produtivos – alguns, inclusive, importantes, como é o caso da indústria automobilística – já apresentarem uma contração considerável em seu nível de atividade, a maior parte dos indicadores coletados com frequência mensal, relevantes para avaliar o comportamento da economia real (utilização da capacidade instalada, vendas no varejo, consumo de energia elétrica, produção física industrial, taxa de desemprego, entre outros)¹ situava-se em patamares próximos e frequentemente *superiores* aos do mês anterior e, de modo geral, em níveis mais elevados que no mesmo período em 2007.² Ou seja, como aqui afirmado, o início do processo de

1. Ver dados em Ipeadata em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>.

2. A percepção favorável do estado da economia motivou, inclusive, o Comitê de Política Monetária (Copom), na reunião de setembro de 2008, a elevar a meta para a taxa básica de juros na economia de 13,00%, já extremamente alta quando comparada numa perspectiva internacional, a 13,75%.

deterioração das expectativas que acompanha o aguçamento da crise internacional *antecedeu* a evolução negativa da maioria dos indicadores da economia real que, pelo menos em um primeiro momento, não havia ainda ocorrido. Essa constatação indica que dificilmente a piora das expectativas possa ser vista como o resultado da projeção no futuro de eventuais alterações já detectadas nas condições objetivas correntes na economia do país; diferentemente, ela aparece como o produto da incorporação às previsões dos impactos negativos esperados da crise internacional sobre as condições objetivas futuras.

Esses impactos sobre a economia doméstica, segundo a maior parte das análises sobre a conjuntura econômica realizadas no período que se seguiu ao aprofundamento da crise (GONÇALVES (2008); PRATES (2008), entre outros), seriam transmitidos fundamentalmente por meio de dois canais principais, quais sejam, a queda nos volumes e nos preços das exportações e o aumento das restrições ao crédito. São justamente as mudanças nos fundamentos econômicos decorrentes desses impactos que justificariam a deterioração aguda das expectativas. Na próxima seção, ambos os canais são analisados, apontando as incertezas envolvidas em sua operação e, com isso, nos seus possíveis resultados. Diante de tais incertezas, questionar-se-á se é razoável pensar que os efeitos previstos da crise internacional sobre os fundamentos do país transmitidos por esses canais possam se mostrar suficientes para justificar a velocidade e a magnitude com que se verificou a deterioração das expectativas a partir de outubro de 2008.

3 CANAIS DE TRANSMISSÃO DA CRISE EXTERNA

3.1 Queda nas exportações

O primeiro dos canais aqui citados, por meio dos quais se argumentava que a crise internacional seria capaz de afetar o nível de atividade da economia brasileira, apoia-se na previsão de queda nas quantidades e nos preços das exportações resultante da forte e abrupta redução da demanda externa corrente e esperada pelos bens e serviços produzidos no país. A magnitude do impacto dessa queda sobre a atividade interna é, contudo, função de uma série de fatores que, por um lado, elevavam seu grau de incerteza e, por outro, diminuía sua importância potencial.

Em primeiro lugar, o impacto da queda nas exportações³ sobre o nível de atividade depende crucialmente dos movimentos na taxa de câmbio. Em caso de valorização da moeda, aquele impacto será ampliado, uma vez que a redução da renda em moeda local será maior que a verificada em moeda estrangeira, contraindo mais que proporcionalmente a demanda doméstica. Ao contrário,

3. Assim como a própria magnitude da queda, uma vez que variações na taxa de câmbio provocam mudanças nos preços relativos, alterando os incentivos para a produção nacional.

uma desvalorização pode compensar – no todo ou em parte – os efeitos da queda do preço externo e dos volumes exportados, e fazer com que a renda em moeda nacional proveniente das exportações, inclusive, aumente, levando a um impacto final positivo sobre a atividade doméstica. Em virtude do efeito da taxa de câmbio, o sinal e o tamanho do impacto da queda das exportações sobre a economia são carregados, portanto, de uma grande incerteza.

Nesse sentido, com a evolução da crise, verificou-se uma queda de cerca de 45% no valor do real em pouco menos de quatro meses, entre o início de agosto e o final de novembro de 2008. Uma desvalorização tão rápida e aguda é certamente capaz de diminuir consideravelmente ou mesmo eliminar os efeitos negativos de uma possível redução das exportações sobre a renda doméstica, especialmente se essa redução for pequena, como foi o caso daquela efetivamente verificada no Brasil. Com efeito, essa somente se mostrou particularmente acentuada no último trimestre de 2008, quando as exportações caíram mais de 40%⁴ em relação ao ano anterior. A partir do primeiro trimestre de 2009, por sua vez, elas retornaram aos níveis vigentes no período de 2007 até o primeiro trimestre de 2008.

Em segundo lugar, o impacto é diferente se a redução for provocada principalmente pela diminuição dos volumes, ou se a razão central da queda está na redução dos preços das exportações. Enquanto, no primeiro caso, a queda do componente externo da demanda agregada afeta diretamente a quantidade produzida, no segundo, os efeitos sobre o nível de atividade são apenas indiretos, e dependem do tamanho do efeito multiplicador da redução da remuneração dos fatores empregados na produção das exportações sobre o nível de atividade em outros setores da economia. Em relação a este ponto, que também adiciona incertezas a respeito do impacto sobre a economia, as exportações seguiram uma evolução relativamente benigna, visto que, mesmo no quarto trimestre de 2008, no qual se deu a queda mais aguda, elas foram significativamente menos afetadas em termos de volume – uma queda de 11%⁵ em relação a 2007 – do que em seus valores. Os volumes exportados passaram a superar, a partir do segundo trimestre de 2009, os níveis verificados até o primeiro trimestre de 2008.

Em terceiro lugar, o efeito multiplicador das exportações (e, assim, o impacto de suas variações) sobre a renda doméstica varia com a composição dos fatores utilizados na produção dos bens exportáveis e da distribuição de rendimentos entre eles: quanto mais intensivas em trabalho forem as exportações e relativamente mais alta for a remuneração desse fator, mais importante será o multiplicador. No caso brasileiro, a composição da pauta de exportações – que inclui em torno

4. Fonte: DEPEC/BCB. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>.

5. Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior – MDIC/Secex. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>.

de 50% de produtos básicos em cuja produção emprega-se uma parcela do fator trabalho sensivelmente inferior à da média do PIB – tende a reduzir o tamanho do efeito multiplicador das exportações e, dessa forma, o impacto negativo da queda das exportações.

Em quarto e último lugar, o impacto sobre o nível de atividade doméstica depende decisivamente da importância relativa das exportações na composição da demanda agregada do país. Nesse sentido, a despeito do aumento ocorrido nos últimos anos, a participação dessas exportações no produto brasileiro limitava-se, em 2008, a um percentual pouco menor que 15%, certamente moderado quando comparado ao verificado na maioria dos países desenvolvidos e em rápido desenvolvimento, que limita fortemente o impacto da redução nas exportações sobre a atividade doméstica.

Tanto as incertezas com relação ao efeito das flutuações das exportações brasileiras sob o impacto da crise internacional sobre a economia do país analisadas nos dois primeiros pontos acima como as características estruturais dessas exportações – analisadas nos dois últimos pontos – fazem com que esse impacto tenda a ser limitado, e geram dúvidas quanto à possibilidade de que os efeitos negativos esperados da redução das exportações sobre o nível interno de atividade sejam, de fato, suficientemente elevados para justificar a abrupta queda nas expectativas.

3.2 Restrição ao crédito

O segundo canal por meio do qual se argumentava que a crise internacional seria capaz de afetar o nível de atividade no país apoia-se em seus efeitos sobre a contração esperada do volume de crédito (e dos recursos aplicados nos mercados de capital) disponível na economia, assim como a provável elevação no seu custo. O enxugamento rápido e profundo da liquidez internacional decorrente da brutal e repentina desvalorização de uma parcela significativa dos ativos financeiros mundiais e a conseqüente rápida e intensa elevação da aversão ao risco entre as instituições financeiras e os grandes investidores internacionais conduziram à abrupta interrupção do fluxo financeiro externo direcionado ao Brasil, comprometendo, com isso, a parcela do financiamento da economia brasileira com origem em recursos externos. Assim, a conta financeira líquida do Banco Central, que havia acumulado um saldo positivo de US\$ 53,4 bilhões, entre janeiro e setembro de 2008, inverteu-se, registrando, no último trimestre do ano, um movimento negativo de US\$ 25,1 bilhões.⁶ A dificuldade generalizada verificada na renovação e na captação de novos recursos no exterior, decorrente dessa reversão nos fluxos, associada às pressões de caixa sofridas

6. Fonte: DEPEC/BCB. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>.

por algumas importantes instituições financeiras nacionais – ⁷ como ocorreu com o Banco Votorantim (FREITAS, 2009) – ⁸ e às pesadas perdas nos mercados de capital domésticos e estrangeiros, elevou o nível de desconfiança mútua entre essas instituições e ajudou a propagar um sentimento de aversão ao risco particularmente elevado entre elas. Assumindo uma postura fortemente conservadora de forma conjunta, as instituições financeiras privadas aumentaram, ainda mais, as dificuldades de renovação dos créditos e justificaram *ex post* a cautela adotada. Esperar-se-ia que tal comportamento conduzisse a uma expressiva redução do volume de crédito no país, que, após uma contínua expansão desde abril de 2003, havia praticamente duplicado sua importância como proporção do PIB e atingido 40,3% no mês de novembro de 2008. Em função dessa redução, tanto os níveis de consumo como os de investimento seriam negativamente afetados, impactando decisivamente o ritmo da atividade econômica.

Entretanto, novamente aqui, longe de ser inequívoca, a magnitude do impacto da restrição do crédito sobre o nível de atividade depende de uma série de fatores.

Em primeiro lugar, deve-se notar que uma parcela considerável – cerca de um terço do total – das operações de crédito realizadas no país corresponde a operações realizadas com recursos direcionados, cuja efetivação depende, em grau muito menor, de decisões tomadas de maneira discricionária pelas instituições financeiras e, portanto, é, por natureza, mais estável que as operações de crédito realizadas com recursos livres.

Em segundo lugar, diante da restrição ao crédito por parte dos bancos privados, nacionais e estrangeiros, parcela dos recursos bloqueados como depósito compulsório junto ao Banco Central – que, até setembro, era de 45% sobre os depósitos à vista e se aplicava com percentuais igualmente elevados para padrões internacionais sobre outras operações – podia ser liberada, com ou sem a imposição de condições em relação à sua aplicação, com o objetivo de manter a liquidez do sistema e de sustentar o volume de recursos destinados ao crédito. É importante notar que as alterações no compulsório ocorrem diretamente mediante a decisão discricionária das autoridades. Em boa medida, em função dessa característica, com efeito, em menos de dois meses, entre 23 de

7. Os exemplos mais importantes – mas não únicos; de fato, numerosas instituições de menor porte foram fortemente afetadas durante o período – envolvem os bancos Itaú e Unibanco, que se fusionaram em 3 de novembro de 2008, dando origem ao maior grupo nacional, e Votorantim, 49,9% do qual foram vendidos ao Banco do Brasil em janeiro seguinte. Ver a respeito Freitas (2009).

8. “O aperto de liquidez atingiu igualmente o Banco Votorantim, nono maior banco no *ranking* por ativo e líder no financiamento a veículos usados, afetado pelos rumores sobre sua saúde financeira em razão das perdas de 2,2 bilhões de reais de empresas do Grupo Votorantim com as operações de derivativos de câmbio. Com os problemas do Votorantim, o crédito nesse segmento ficou virtualmente paralisado com sérias implicações para o comércio de veículos novos. Com elevação dos estoques, as montadoras interromperam a produção nos dois últimos meses do ano, afetando toda a cadeia produtiva” (FREITAS, 2009, p. 133).

setembro e 13 de novembro, o Banco Central promoveu, entre outras medidas, dez alterações na regulamentação do depósito compulsório, expandindo, assim, a liquidez do sistema.⁹

Em terceiro e último lugar, mas de modo determinante, diferentemente do que ocorre na maioria dos países, uma parcela significativa – cerca de 35%, em outubro de 2008 – do total de operações de crédito do sistema financeiro tem sido historicamente realizada no Brasil por instituições públicas que, devido à forma em que suas operações estão majoritariamente estruturadas, foram significativamente menos afetadas pelas restrições ao crédito e pela elevação da aversão ao risco nos mercados internacionais. Tais instituições, portanto, eram capazes de manter e, inclusive, expandir seu volume corrente de operações, o que as transformava em potencial instrumento de uma política pública que procurasse sustentar deliberadamente o volume de crédito na economia, substituindo parcela do crédito privado ao ver-se esse restringido. Essa substituição efetivamente se verificou nos meses que se seguiram, elevando a participação das instituições públicas no volume total de crédito concedido no país, que alcançou quase 41% em outubro de 2009, um ano após o aprofundamento da crise.¹⁰

Instituições públicas com as características apontadas, assim como o controle centralizado sobre o crédito direcionado e o depósito compulsório, constituem instrumentos poderosos ao alcance do governo a serem utilizados discricionariamente de forma a limitar ou a eliminar os impactos negativos da restrição ao crédito sobre a atividade econômica. A existência de tais instrumentos e a possibilidade de sua utilização introduziam um elevado grau de incerteza sobre a magnitude daqueles impactos, que dependeria decisivamente da eficácia e da intensidade com que aqueles fossem utilizados.

O elevado grau de incerteza que cerca a transmissão dos impactos da crise global sobre a economia brasileira, apontado ao longo desta seção, dificultava sobremaneira a construção de previsões confiáveis a respeito do estado futuro dos fundamentos econômicos. Com isso, dificilmente se pode defender que as mudanças – incertas – esperadas nesses fundamentos como resultado da internalização da crise sejam suficientes para justificar, de maneira convincente, a deterioração abrupta nas expectativas. Esta deve, portanto, ser explicada a partir de outros elementos.

9. Sobre a atuação do Banco Central durante a crise, ver Mesquita e Torós (2010).

10. A respeito da atuação do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do Fundo Garantidor de Créditos, além de outras medidas governamentais durante a crise, ver Chianamea, Calixtre e Cintra (2010).

4 CRISE E INCERTEZA

Longe de ser uma anomalia, a prevalência da incerteza – concebida como a situação na qual são insuficientes os conhecimentos disponíveis sobre a realidade ou sobre a capacidade dos agentes em interpretá-los, fazendo com que as previsões a respeito do futuro sejam incompletas e não confiáveis como guias para o comportamento (DEQUECH, 1999a) – é uma característica inerente ao funcionamento *normal* da economia capitalista, na qual o futuro de cada indivíduo é indeterminado e depende das ações futuras do conjunto de indivíduos, assim como de eventos novos acerca dos quais não é possível construir previsões.

De modo geral, portanto, os agentes formam suas expectativas quanto ao futuro em meio a um ambiente naturalmente marcado pela incerteza (que pode, no entanto, assumir graus diferenciados),¹¹ a qual certamente afeta as características dessas expectativas e deve ser atentamente considerada. Em tal ambiente, a concepção segundo a qual as expectativas seriam formadas a partir de algum tipo de cálculo racional realizado com base a um conjunto específico de fundamentos econômicos considerados relevantes, e a uma distribuição de probabilidades aplicada sobre uma lista de n possíveis estados de natureza conhecidos, que descrevem exaustivamente tudo o que pode ocorrer com esses fundamentos no futuro, tende a se mostrar profundamente equivocada. Com efeito, quando incertos, ou seja, quando os conhecimentos quanto à sua evolução futura e quanto ao tamanho e à forma em que se dá seu impacto sobre as variáveis cujo comportamento se procura prever são pouco confiáveis, os fundamentos econômicos, mesmo podendo ser eventualmente relevantes, são, em geral, insuficientes para explicar as características das expectativas criadas. Isso porque essas são construídas essencialmente a partir da análise das informações acerca das quais os agentes sentem-se mais confiantes, mesmo que as considerem menos relevantes, em detrimento de informações potencialmente mais importantes, embora muito mais incertas. É por essa razão que os fatos conhecidos acerca das condições econômicas correntes – normalmente muito mais certos e palpáveis do que as previsões futuras acerca da evolução de variáveis fundamentais – assumem uma importância decisiva na formação das expectativas. Ao seguir esse comportamento no processo, os agentes aderem, na prática, a uma convenção, a qual essencialmente assume que “o estado atual dos negócios continuará indefinidamente, exceto no caso em que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança”. (KEYNES, 1936, p.152)¹²

11. Ver discussão sobre a possibilidade de graus de incerteza na literatura keynesiana em Crocco (1998).

12. “(...) *the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change.*”

A importância das condições correntes para explicar a formação das expectativas pode ser verificada ao analisar a elevada correlação existente entre a data da divulgação de indicadores relacionados à atividade econômica passada e a ocorrência quase instantânea de alterações, por vezes significativas,¹³ nas expectativas coletadas diariamente. Ou seja, a disponibilidade de informações novas sobre o passado imediato altera a percepção de que os agentes possuem a respeito das condições objetivas correntes, ou seja, do “estado atual dos negócios”, na manutenção do qual se apoiam as expectativas para o futuro; alterando-se aquelas, estas são modificadas de acordo com a nova percepção.

Se normalmente insuficientes para explicar a evolução das expectativas, mesmo no próprio contexto para o qual foram selecionados, os fundamentos econômicos revelam, de forma mais aguda, sua deficiência naquelas situações em que se verifica uma rápida e intensa alteração nas condições objetivas – o grau da incerteza inerente ao funcionamento da economia capitalista tende a tornar-se particularmente elevado. Os conhecimentos e as capacidades que os indivíduos dispõem em seu esforço interpretativo para avaliar as ações e as expectativas dos demais agentes e, a partir disso, prever o resultado das possíveis interações, para construir suas próprias expectativas, revelam-se, então, geralmente inadequados, dado que foram desenvolvidos para uma situação diferente daquela corrente. Eleva-se o grau de incerteza não somente quanto à evolução futura desses próprios fundamentos, uma vez que os valores por eles assumidos no passado não são um indicativo confiável para a previsão dos valores futuros, mas também em relação à maneira como eles se relacionam entre si e à sua própria relevância para explicar o que se propõem. A confiança que os agentes depositam – mesmo em suas melhores previsões a respeito das condições futuras da economia, uma vez que construídas a partir de fundamentos incertos – deve ser, nesses casos, necessariamente baixa.

É justamente esse tipo de situação que emergiu a partir do último trimestre de 2008. Associada à incerteza assinalada na seção anterior quanto à real magnitude dos efeitos da crise transmitidos pelos canais normalmente citados, espalharam-se rapidamente dúvidas a respeito da solvência de pequenas e importantes instituições financeiras envolvidas em operações de grande monta com derivativos de câmbio, ameaçadas pela possibilidade de não recebimento das quantias devidas por empresas não financeiras afetadas pelos grandes prejuízos decorrentes da desvalorização cambial. Como destacou o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles.

13. Ver, como exemplo, entre muitos, a queda de 0,2 pontos (5%) na média das expectativas de mercado coletadas pelo Banco Central para o crescimento do PIB no ano seguinte que se verifica em apenas um dia, entre 24 e 25 de setembro de 2008, com a divulgação da Pesquisa Mensal de Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE.

Grandes empresas brasileiras tinham assinado contratos de derivativos vendendo dólares equivalentes, em alguns casos, a anos de exportações. Com a depreciação cambial, o prejuízo dessas empresas aumentou enormemente. Elas ficaram insolventes. Eram empresas grandes, *não se sabia quantas nem quais*. Elas tinham contratos majoritariamente com bancos internacionais. Só que mantinham linhas de crédito com grandes bancos nacionais - aqui, de novo, *não se sabia quantos nem quais*” (MALBERGIER; AITH, 2009, grifos do autor).

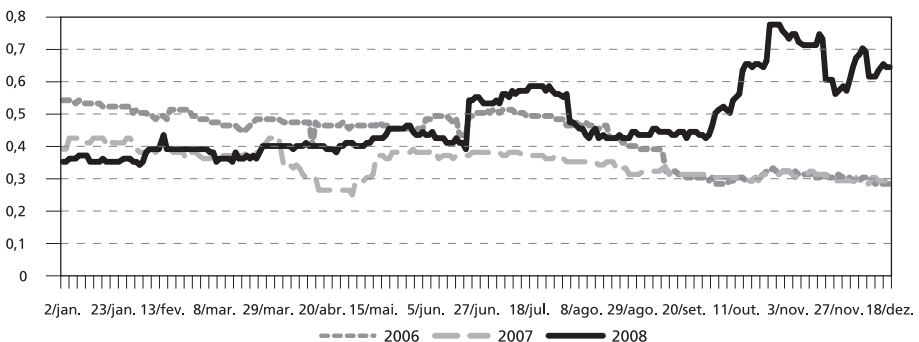
Diante da desconfiança geral, alimentada pelo fato de que grande parte dos contratos com derivativos cambiais havia sido realizada em mercados de balcão ou mesmo *offshore* – opacos, portanto, para o restante do mercado, o que torna a avaliação de seu tamanho e extensão impossível –, colocava-se em dúvida a própria solidez do sistema financeiro do país.

A situação de elevada incerteza, vigente a partir do último trimestre de 2008, pode ser vista no gráfico 3, que mostra a evolução, ao longo dos anos de 2006, 2007 e 2008, do desvio-padrão das expectativas para o crescimento do PIB no ano seguinte (2007, 2008 e 2009, respectivamente), coletadas pelo Banco Central junto a participantes do mercado financeiro. Constatase a forte e repentina elevação da dispersão das expectativas relativas ao nível de atividade que se verifica a partir do momento em que os efeitos da crise internacional passam a ser incorporados às previsões relativas ao desempenho da economia brasileira.

GRÁFICO 3

Desvio-Padrão das expectativas de crescimento do PIB para o próximo ano (2006-2008)

(Em %)



Fonte: Séries Temporais das Expectativas de Mercado – Gerin do BCB, disponíveis na página eletrônica: <<https://www3.bcb.gov.br/srgspub/>>.

Elaboração do autor.

Nota-se, no gráfico, que, em 2008, o desvio-padrão das expectativas para o PIB,¹⁴ em 2009, *aumentou* com o transcurso do ano e com a aproximação do período ao qual se referiam as previsões, e disparou no último trimestre. Essa evolução ocorreu em sentido inverso ao que seria normalmente esperado e ao que, de fato, se verificou nos anos anteriores, em que a incerteza em relação ao nível de atividade no ano seguinte tendia a diminuir conforme se aproximava seu início e reduzia-se a heterogeneidade das expectativas. Efetivamente, em 2006 e 2007, o desvio-padrão das expectativas de crescimento do PIB no ano seguinte tende a convergir, a partir de meados do mês de setembro, para valores próximos a 0,3. Em 2008, pelo contrário, o desvio-padrão – que apresentava, em janeiro, níveis próximos a 0,35, inferiores, inclusive, aos verificados nos anos anteriores – atinge, ao finalizar o ano, valores próximos a 0,65 – mais do que duas vezes superiores aos desvios verificados ao final dos anos anteriores. O coeficiente de variação, mais afetado em função da redução ocorrida ao longo do ano no valor absoluto das previsões para o PIB, mais do que *triplicou* em apenas um mês – outubro –, estabilizando-se no novo patamar até o final de dezembro.

Tamanha variabilidade nas previsões construídas por indivíduos que normalmente compartilham a mesma visão sobre a forma de funcionamento da economia e cujas expectativas apresentam, de modo geral, um alto grau de homogeneidade e, por outro lado, caracterizam-se pelo comportamento fortemente mimético, revela a incerteza reinante em relação ao futuro, e é indicativa do reduzido grau de confiança depositado pelos agentes nas previsões construídas com base aos fundamentos aqui discutidos.

5 COMPORTAMENTO CONVENCIONAL E EXPECTATIVAS

Como já sugerido, a insuficiência dos fundamentos objetivos é característica do próprio processo de formação das expectativas sob incerteza. Seguindo Keynes (1936), sugeriu-se também que, de modo a conviver com essa incerteza inerente, os agentes normalmente formam suas expectativas basicamente por meio da adesão à convenção de que o estado atual dos negócios continuará indefinidamente, a menos que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança. Entretanto, justamente em situações como aquela, vigente a partir do último trimestre de 2008, em que se verificam profundas alterações na economia mundial, os agentes passam a ter as razões específicas necessárias para acreditar na ocorrência de mudanças importantes. Quando isso ocorre, a projeção no futuro da situação atual não pode mais ser vista como uma base adequada a partir da qual são formadas as expectativas.

14. O mesmo movimento se verifica no caso do desvio-padrão da produção industrial, não mostrado aqui.

Em tais contextos, portanto, em que se generaliza o sentimento de grande incerteza quanto às ações e às expectativas de cada um e do conjunto dos agentes, não somente os fundamentos econômicos são particularmente deficientes para subsidiar a construção das previsões para o futuro, mas também as condições atuais mostram-se igualmente inadequadas para tanto. Como resposta a essa situação, os agentes procuram ainda aderir a uma convenção (SALAI; STORPER, 1992) que vai, entretanto, além daquela referida por Keynes. Efetivamente, em tais situações em que a manutenção do estado atual mostra-se altamente improvável ou mesmo impossível, a convenção à qual os agentes aderem estabelece-se a respeito das razões específicas que conduzem à mudança – vista como inevitável – e aos resultados e à forma pela qual essa mudança dar-se-ia. Essa convenção não necessita estar apoiada nos fundamentos “corretos”, de todos os modos incertos, e sua importância não é fazer com que qualquer incerteza em relação aos outros agentes (e, de modo geral, quanto ao futuro de todos e de cada um) desapareça, mas servir como uma referência coletivamente reconhecida que interrompe, pelo menos temporariamente, a especulação quanto às suas intenções (ORLÉAN, 1994) e permite a formação das expectativas.

Essas expectativas, portanto, especialmente quando formadas em contextos em que se verifica um elevado grau de incerteza em relação ao comportamento das variáveis fundamentais e aos seus impactos sobre a economia, longe de ser o resultado direto de algum tipo de cálculo racional elaborado a partir daquelas variáveis – de resto pouco confiável, quando não impossível –, ou a simples reprodução da situação corrente – de todos os modos, em contínua mutação –, são formadas seguindo fundamentalmente uma lógica convencional (ORLÉAN, 1999). É nesse tipo de lógica que se apoia o comportamento – convencional – dos agentes que não adotam sua própria avaliação individual para uma determinada situação, nem aderem às avaliações realizadas por outros agentes, estejam elas ou não apoiadas nos fundamentos mais sólidos possíveis, mas que procuram identificar e adotar a avaliação a qual o conjunto dos agentes considera como sendo a opinião majoritária, terminando por impor-se na realidade.

Longe de apontar para uma situação de irracionalidade coletiva, o comportamento convencional descrito mostra-se perfeitamente racional, se considerar-se que, ao transformar-se numa convenção, a opinião majoritária proporciona um mecanismo de avaliação comum dos elementos em torno dos quais os agentes podem coordenar-se, reduzindo fortemente as incertezas próprias à interação (EYMARD-DUVERNAY *et al.*, 2005). Por outro lado, a adesão à convenção permite a cada agente preservar sua posição relativa face aos demais atores no mercado específico em que ocorrem as transações, o que constitui um comportamento defensivo certamente compatível com a racionalidade econômica em contextos de elevada incerteza (DEQUECH, 1999b).

Em função dessa conveniência em aderir a uma convenção, o comportamento convencional generaliza-se e a convenção acaba adquirindo um *status* muito similar àquele atribuído aos fundamentos econômicos, esquecendo-se, inclusive, de seu caráter convencional (CHERNAVSKY, 2008). O “fundamento” das expectativas passa a ser a própria convenção.

As características da convenção, a partir da qual são formadas as expectativas quanto ao futuro, são o resultado da interação continuada entre os agentes. Dessa interação emerge um padrão específico de comportamento habitual, esperado e autoaplicável, não por ser esse padrão intrinsecamente o mais correto ou adequado, mas devido às circunstâncias históricas específicas, não reduzíveis aos valores assumidos por um conjunto limitado e estável de variáveis econômicas objetivas,¹⁵ que o colocaram à frente dos demais (YOUNG, 1996). Independentemente de quais sejam suas qualidades particulares, uma vez tendo tomado a dianteira, aciona-se um mecanismo de realimentação o qual faz com que esse padrão específico transforme-se numa convenção e seja adotado pelo conjunto dos agentes, passando a determinar seu comportamento. É por esse motivo que, para compreender as características das expectativas, que como sugerido, não se explicam de forma satisfatória pelos fundamentos econômicos nem pela crença na manutenção da situação corrente, é fundamental conhecer quais são aquelas circunstâncias específicas em que a convenção que baliza a abrupta deterioração das expectativas relativas ao nível de atividade emergiu.

Essas circunstâncias são marcadas pela profusão de sentimentos profundamente pessimistas no ambiente, caracterizado, desde o mês de setembro de 2008, por uma grande turbulência e pela ocorrência efetiva de pesadas perdas por parte de várias empresas – financeiras e não financeiras – nos mercados de capital nacionais e estrangeiros. No caso das firmas produtivas, não apenas grandes grupos exportadores como Sadia e Aracruz, que sofreram prejuízos medidos em bilhões, foram pesadamente afetados, mas também muitas companhias médias as quais haviam embarcado no negócio dos derivativos de câmbio, que pouco antes parecia tão rentável.¹⁶

Indicadores de risco, como o *Emerging Markets Bond Index*, calculado pelo JP Morgan para o Brasil, e como os *spreads* sobre os *credit default swaps* (derivativos de crédito), relativos aos títulos de dívida brasileira, dispararam. No mercado acionário o índice Ibovespa – ¹⁷ que de seu pico atingido em maio até o final de agosto já havia acumulado perdas próximas a 24% – perdeu mais 8,4% em

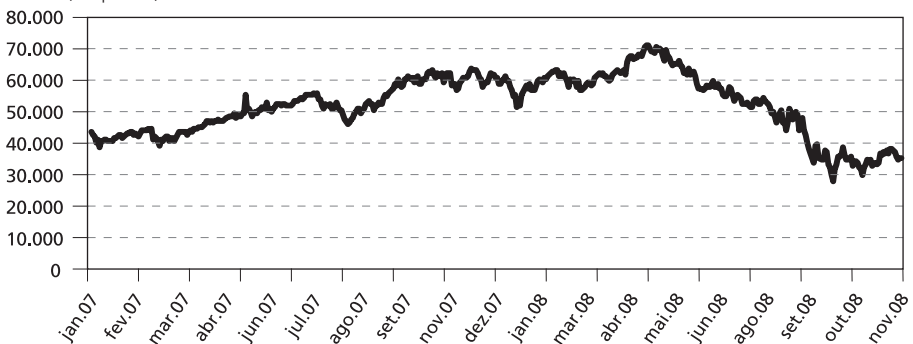
15. Sendo que aqueles valores e o próprio conjunto relevante de variáveis são, em algum grau, desconhecidos, tanto mais quanto mais incerta é a conjuntura.

16. A respeito dos prejuízos financeiros de empresas produtivas, ver Farhi e Borghi (2009).

17. Fontes: Bovespa e BM&F

setembro e 16,7% em outubro, estabilizando-se até o fim do ano em torno do novo patamar. Com isso, ao final de novembro, o índice havia caído 50% em relação a seu nível máximo e 42% quando comparado ao do início do ano, enquanto que o valor das empresas listadas no Ibovespa havia despencado em 40%, desde o início do ano – quase 30% apenas nos últimos três meses. Essa evolução pode ser vista no gráfico 4.

GRÁFICO 4
Índice Ibovespa – fechamento diário (jan./2007-dez./2008)
(Em pontos)



Fonte: Índice de ações (fechamento) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) disponíveis na página eletrônica do Ipeadata – <www.ipeadata.gov.br>.

Elaboração do autor.

Acompanhando a queda nos índices, os volumes financeiros negociados em novembro desabaram, quando comparados com a média mensal dos dez primeiros meses do ano, caindo 42% na Bovespa e 34% na Bolsa Mercantil e de Futuros – BM&F. Os negócios com derivativos também se reduziram drasticamente em novembro, mostrando uma queda de 46% no número de contratos e de 42% nos valores negociados na BM&F, quando comparados com a média mensal verificada ao longo do ano, até então. Longe de restringir-se ao setor financeiro, as expectativas pessimistas difundiram-se rapidamente no setor real da economia – como indicado, antes que as perdas reais efetivassem-se –, fazendo com que, como constatado no início do trabalho, os índices de confiança dos consumidores e especialmente da indústria, após permanecer relativamente estáveis até setembro, deteriorassem-se acentuadamente nos últimos três meses do ano, caindo 14% e 35%, respectivamente.

Diante das importantes perdas que muito agentes sofreram nos mercados financeiros e da incerteza quanto aos impactos da crise externa na economia brasileira e, de forma mais geral, quanto ao futuro da economia mundial, não surpreende a proliferação de sentimentos pessimistas entre eles, de cuja interação emerge a convenção sobre a qual se apoiam as expectativas negativas.

Em último lugar, é preciso assinalar que, para que a convenção se estabelecesse, foi ainda necessário que ela estivesse assentada sobre uma base econômica minimamente convincente – embora tal nível mínimo pudesse ser interpretado de forma bastante ampla – de maneira a que, pelo menos inicialmente, ela parecesse legítima aos olhos de todos os participantes. É justamente essa a função cumprida pelos efeitos esperados da redução das exportações e da contração do crédito que, apesar de insuficientes para justificar a intensidade e a rapidez com que se deu a deterioração das expectativas relativas ao nível de atividade, forneceram os fundamentos econômicos que conferem à convenção esse mínimo necessário de legitimidade.

6 CONCLUSÃO: EXPECTATIVAS AUTORREALIZÁVEIS E A CRISE

Após constatar a insuficiência dos fundamentos econômicos mais frequentemente citados para justificar a deterioração abrupta e repentina das expectativas dos agentes acerca do desempenho da economia no Brasil, em decorrência do aprofundamento da crise internacional, discutiu-se, nas últimas duas seções, a importância crucial do comportamento convencional no processo de formação dessas expectativas, especialmente em situações de elevada incerteza. Indicou-se posteriormente o papel determinante dos sentimentos pessimistas largamente presentes no ambiente para explicar as características da convenção sobre a qual se apoiam essas expectativas negativas. Seu caráter convencional faz com que, a despeito de serem construídas sobre fundamentos objetivos frágeis, tais expectativas possam vir eventualmente a se confirmar – e, em certa medida, confirmaram-se – não porque fossem originalmente acuradas e os efeitos da crise internacional tenham sido corretamente estimados e incorporados às previsões, mas em função de sua autorrealização, possibilidade amplamente tratada na literatura, pelo menos desde Keynes (1936). Em um ambiente marcado pela profusão de sentimentos pessimistas, no qual se generalizam as expectativas – solidamente apoiadas em fundamentos econômicos ou não – de queda do nível de atividade, aumenta a probabilidade de que essas venham a se autorrealizar em meio à incerteza profunda em relação à evolução futura da economia. A autorrealização dessas expectativas negativas ocorre porque, por um lado, mesmo na ausência de razões objetivas, os empresários possuem motivos para prever a queda futura na demanda por seus produtos e, portanto, optarão por diminuir seus investimentos e mesmo a produção corrente de suas empresas, reduzindo o volume dos estoques. Por outro lado, a incerteza quanto ao fluxo de renda futuro tende a tornar os consumidores mais conservadores e os leva a aumentar sua taxa de poupança, que, por sua vez, diminui seu nível de consumo corrente. Ambos os movimentos levam à queda da demanda agregada, a qual ocorrerá em virtude da operação do multiplicador keynesiano por um montante, inclusive, superior ao que corresponderia à redução inicial na demanda de empresários e de consumidores.

Sugere-se, com isso, ser principalmente por meio desse mecanismo que a crise internacional, aprofundada consideravelmente no último trimestre de 2008, acabou efetivamente levando à contração no nível interno de atividade. Ou seja, de forma diversa do que se afirmava comumente no período de aprofundamento da crise internacional, as razões mais importantes para a acentuada redução no nível de atividade da economia brasileira, que acabou por efetivamente se verificar a partir do último trimestre de 2008 e se manteve até meados de 2009, não se encontram nos efeitos adversos *diretos* da crise internacional – fundamentalmente internalizados por meio da redução do componente externo da demanda agregada e da restrição ao crédito resultante do corte de linhas internacionais. Essas razões devem alternativamente ser buscadas sobretudo na autorrealização das expectativas negativas resultantes da convenção formada em um ambiente marcado pela profusão de sentimentos pessimistas decorrentes das pesadas perdas sofridas por parte dos agentes nos mercados financeiros e da profunda incerteza quanto aos efeitos da crise externa na economia brasileira e, de modo geral, quanto ao futuro da economia mundial.

REFERÊNCIAS

- CHERNAVSKY, E. Taxa natural e convenções: Uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil. *In: XIII Encontro Nacional de Economia Política*: Sociedade brasileira de Economia Política (SEP). João Pessoa, 2008.
- DEQUECH, D. Uncertainty, conventions and short-term expectations. **Brazilian Journal of Political Economy**, vol. 19, n. 3, July/Sept. 1999a.
- _____. On some arguments for the rationality of conventional behavior under uncertainty. *In: SARDONI, C.; KRIESLER, P. (Orgs.). Keynes, post-keynesianism and political economy*. Routledge, 1999b.
- EYMARD-DUVERNAY, F. *et al.* Pluralist integration in the economic and social sciences: the economy of conventions. **Post-Autistic Economics Review**, n. 34, p. 22-40, Oct. 2005.
- FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, vol. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.
- GONÇALVES, C. E. Análise de conjuntura: a crise chegou. **Boletim Informações FIPE**, n. 336, set. 2008.
- KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. London: Macmillan, 1936.
- LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, n. 4, p. 103-124, Apr. 1972.

MALBERGIER, S.; AITH, M. Entrevista Henrique Meirelles: juros ao consumidor devem cair mais rápido. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, p. B6,13 set. 2009. Caderno Dinheiro.

ORLÉAN, A. Vers un modèle général de la coordination économique par les conventions. *In*: ORLÉAN, A. (Ed.). **Analyse économique des conventions**. Paris: Presse Universitaires de France, p.9-40, 1994.

_____. **Le pouvoir de la finance**. Paris: Editions Odile Jacob, 1999.

PRATES, C. Panorama Macroeconômico. **Economia & Conjuntura**, n. 87, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), dez. 2008. Grupo de Conjuntura Econômica.

SALAI, R.; STORPER, M. The four 'Worlds' of contemporary industry. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 16, n. 2, p. 169-94, 1992.

YOUNG, P. The economics of conventions. **The Journal of Economic Perspectives**, vol. 10, n. 2, p. 105-122, Spring 1996.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

CHIANAMEA, D. R.; CALIXTRE, A. B.; CINTRA, M. A. M. O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um imposto sobre transações financeiras internacionais. *In*: CINTRA, M. A. M.; SCHUTTE, G. R.; VIANA, A. R. (Orgs.). **Globalização para todos: taxaço solidária sobre os fluxos financeiros internacionais**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2010.

CROCCO, M. The concept of degrees of uncertainty in Keynes, Shackle, and Davidson. **Nova Economia**, Belo-Horizonte, vol. 12, n. 2, p. 11-28, jul./dez. 2002.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, vol. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

MESQUITA, M. M. C.; TORÓS, M. Gestão do Banco Central no pânico de 2008. *In*: GARCIA, M.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). **Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Campus, p.189-206, 2010.

IMPACTOS DA CRISE ECONÔMICA INTERNACIONAL SOBRE O COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO

Marta Castilho*

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional interrompeu abruptamente o recente ciclo de crescimento da economia brasileira. Diferentemente das crises financeiras anteriores, as economias latino-americanas e, em particular, a brasileira, foram menos afetadas em suas contas financeiras devido a uma situação externa mais confortável.¹ Evidentemente, a crise financeira afetou os mercados domésticos, com impactos importantes sobre a taxa de câmbio, os fluxos de investimento (de todos os tipos) e a bolsa de valores, repercutindo no nível de confiança dos agentes e, por conseguinte, no lado real da economia brasileira. Algumas grandes empresas brasileiras exportadoras, que vinham se utilizando de contratos de Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACCs) para se financiar, foram impactadas pela forte desvalorização do câmbio e pela impossibilidade de renovar estes contratos. Outras se envolveram com derivativos cambiais altamente arriscados. Porém, passado o “epicentro” da crise,² observou-se que os principais efeitos (ou pelo menos, de maior alcance) sobre a economia doméstica incidiram sobre os fluxos de comércio.³ A crise financeira teve um forte impacto sobre os fluxos de comércio internacionais devido à internacionalização crescente das

* Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). E-mail: castilho@ie.ufrj.br. Agradeço os comentários de Luciana Acioly, Marcos Antonio Macedo Cintra e Pedro Miranda. Contei com o auxílio de Bruno Poses, bolsista do Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC/UFF) na elaboração de tabelas e gráficos.

1. Ver Ocampo (2009) e Bárcena (2010) para uma análise do impacto da crise sobre as economias latino-americanas. Um exame das repercussões da crise sobre o comércio latino-americano encontra-se em Cepal (2009).

2. A terceira fase da crise financeira (seguindo a periodização de Ocampo, 2009) foi marcada pela quebra do banco de investimento norte-americano Lehman Brothers, à qual se seguiu a falência “técnica” da seguradora AIG. Segundo Freitas (2009), esse momento marcou a “internacionalização” da crise financeira norte-americana”.

3. Vale assinalar que o *timing* das dimensões financeira, real e comercial da crise é bastante diferente, o que pode levar a uma percepção equivocada sobre a intensidade destas dimensões. Para uma análise dos impactos da crise sobre a esfera financeira da economia brasileira, ver Freitas (2009).

cadeias produtivas (OMC, 2009a⁴ e BÉNASSY-QUÉRÉ *et al.*, 2009) e à sua imbricada ligação com as finanças (ou, em outras palavras, a “financeirização” da produção e do comércio).

Além de diferenciar a presente crise das anteriores, o forte impacto da crise financeira sobre os fluxos comerciais trouxe implicações relevantes para a economia brasileira, visto que o ciclo de crescimento recente contou com uma contribuição positiva e significativa do comércio exterior. A importância deste e, em particular, das exportações para a economia brasileira ficou evidente pela evolução do coeficiente das exportações sobre o produto interno bruto (PIB), que passou de 8,5%, em 2000, para 12,6%, em 2008.⁵

Até meados de 2008, a economia brasileira, que se encontrava em vigoroso crescimento, tinha resistido aos efeitos da crise. Porém, no quarto trimestre daquele ano, a crise econômica internacional exerceu forte impacto sobre os fluxos de comércio exterior do país. A queda nos valores de exportações e importações, no entanto, foi assimilada em um intervalo relativamente curto e, passados dois anos da eclosão da crise no mercado internacional, o patamar de comércio exterior encontra-se próximo ao do período pré-crise. Percebe-se, contudo, que algumas mudanças, sobretudo na pauta de exportações – inicialmente atribuídas à crise – mostraram-se persistentes e têm reforçado tendências observadas ao longo de década. Em outras palavras, as tendências de curto prazo acentuaram as tendências estruturais que vinham se manifestando desde o início do milênio na especialização da economia brasileira.

O objetivo deste trabalho é mostrar os principais efeitos da crise econômica mundial sobre o comércio exterior brasileiro, buscando verificar em que medida as mudanças na pauta resultantes do “vendaval” de 2008 perpetuam-se, tornando-se mais “estruturais” do que “conjunturais”. A presente análise restringe-se ao comércio exterior e mais especificamente ao Brasil. Dessa forma, não se busca complementar a literatura sobre as causas da crise nem sobre os impactos nas finanças, na produção e no emprego.⁶

4. Cf. OMC (2009a, p.2). “*Trade contraction or expansion is no longer simply a question of changes in trade flows between a producing country and a consuming country – goods cross many frontiers during the production process and components in the final product are counted every time they cross a frontier.*”

5. Ainda segundo os dados da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), para o mesmo período, as exportações brasileiras passaram de 0,87% das exportações mundiais para 1,25%. Embora esta parcela ainda seja pequena, a evolução atesta um crescimento significativo em um período de forte dinamismo do comércio mundial.

6. Vasta literatura internacional, buscando identificar causas e analisando suas características encontra-se disponível. Vale chamar atenção para o livro de Krugman (2010) e Aglietta (2008). No Brasil, grande parte dos trabalhos consagra-se aos aspectos financeiros da crise, por razões óbvias – ver, por exemplo, os “Dossiês da Crise (I e II)”, publicados pela Associação Keynesiana Brasileira. Um número menor de trabalhos investiga os impactos sobre o lado real da economia, valendo mencionar diversos artigos publicados no Radar/Ipea e também os trabalhos elaborados pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), disponíveis nas respectivas páginas eletrônicas.

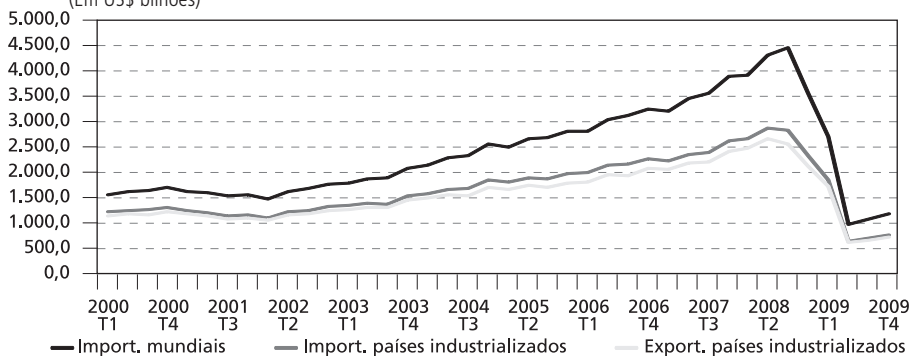
O artigo está organizado da seguinte maneira, após esta breve introdução. Na segunda seção, analisa-se a evolução recente do comércio e da produção mundial. Em seguida, consagra-se à evolução do comércio exterior brasileiro, contrastando o desempenho recente com o da década de 2000. A análise do comércio exterior brasileiro é realizada em três momentos: *i)* a terceira seção apresenta a evolução dos fluxos agregados de importação e exportação; *ii)* a quarta discute a evolução da composição geográfica das exportações; e *iii)* a quinta, sua composição setorial. A maior atenção dada aos fluxos de exportação se justifica pelo fato de que essas passaram por mudanças estruturais mais acentuadas – e, talvez, com maiores implicações para a estrutura produtiva brasileira – do que as importações. Essas últimas, embora tenham apresentado forte retração diante da eclosão da crise, em 2008, para, em seguida, retomarem uma trajetória de crescimento sustentado, apresentaram relativa estabilidade em termos de configuração geográfica e setorial. A última seção apresenta as principais conclusões.

2 EVOLUÇÃO RECENTE DO COMÉRCIO MUNDIAL

A “primeira fase” da crise financeira internacional data de meados de 2007, segundo Ocampo (2009). Nesse período, a crise financeira se manifestou nos EUA, com impacto negativo sobre o volume de financiamento nos mercados internacionais. A “segunda fase” correspondeu à queda dos preços das *commodities* a partir de julho de 2008. A “terceira” – ou “epicentro” – foi quando a crise financeira assumiu uma característica sistêmica em setembro de 2008. Segundo esse autor, as economias latino-americanas e as dos demais países em desenvolvimento não foram afetadas de forma significativa pela primeira fase da crise, em função dos elevados níveis de reservas internacionais, do dinamismo das economias asiáticas e da evolução dos preços de *commodities*. Como discutido adiante, os preços das *commodities* tiveram uma alta particularmente acentuada durante o primeiro semestre de 2008, o que Calvo (2008) chamou de “veranico”, beneficiando as economias em desenvolvimento. Essa dinâmica desencadeou a percepção de que essas economias encontravam-se isentas dos efeitos da crise – segundo Ocampo, 2009, essa é a “tese do descolamento das economias emergentes”, atribuída ao Fundo Monetário Internacional.

O impacto da crise financeira sobre os fluxos de comércio mundiais deu-se somente em sua terceira fase. Como se pode verificar pelo gráfico 1, depois de um crescimento quase contínuo e superior a 210% do comércio mundial, entre 2000 e o segundo trimestre de 2008, a queda que se seguiu foi extremamente abrupta. Entre julho de 2008 e fevereiro de 2009 – mês em que os fluxos de comércio mundiais e dos países desenvolvidos atingiram o seu mínimo –, a queda das importações mundiais superou 40%.

GRÁFICO 1
Evolução trimestral do valor do comércio mundial e de países industrializados (2000-2009)
(Em US\$ bilhões)



Fonte: International Financial Statistics (IFS) – International Monetary Fund (IMF). Disponível na página eletrônica: <www.imf.org>.

Elaboração da autora.

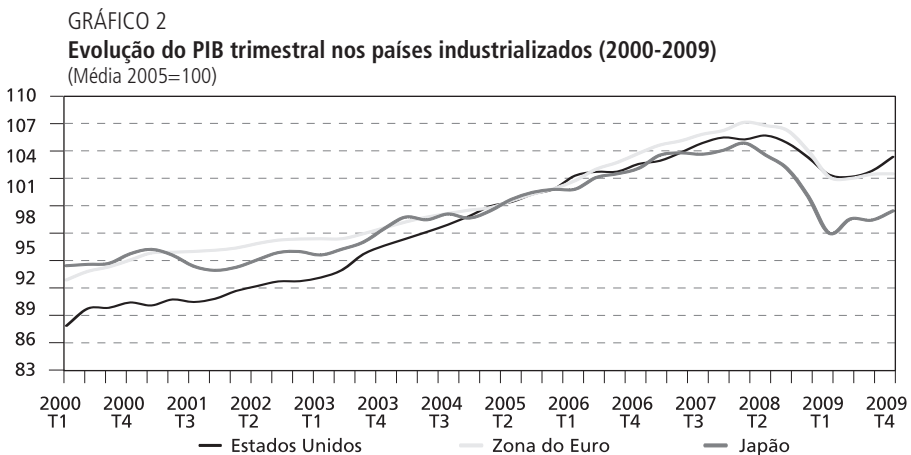
No que se refere aos países industrializados, o crescimento do comércio acumulado, entre 2000 e 2007, foi bem inferior ao observado para o comércio mundial (160%), sendo essa diferença decorrente, em grande parte, do dinamismo do comércio exterior chinês. A queda no comércio dos países industrializados foi, no entanto, análoga à do comércio mundial e, logo, relativamente mais importante para esse grupo de países do que para os países em desenvolvimento. Vale assinalar que essas informações estão em valores, refletindo uma dupla contração – do volume e dos preços – resultante do desaquecimento da economia mundial. Estimativas da OMC (2009b) indicam que a contração do comércio mundial foi de 12,8% em volume e de 23% em valor, no ano de 2009, sendo a estimativa de queda para os países desenvolvidos superior à dos países em desenvolvimento.⁷

Essa retração do comércio mundial deu-se fundamentalmente por duas razões: *i*) inicialmente, pela abrupta contração do crédito ao comércio; *ii*) e, em seguida, pela redução da demanda mundial, que respondeu à deterioração das expectativas e da situação financeira das empresas e das famílias.

A trajetória de crescimento dos fluxos internacionais de comércio, até 2008, refletia e retroalimentava o crescimento do PIB. Para a maioria dos países, os anos compreendidos entre 2000 e 2007 foram anos de crescimento econômico sustentado. Alguns países tiveram evoluções diferenciadas, como, por exemplo, a Argentina, que passou por profunda crise no biênio 2001-2002. Mas a taxa média de crescimento real do PIB mundial foi superior a 4% ao ano nesse período.

7. Segundo os dados trimestrais de comércio publicados pela Organização Mundial de Comércio (OMC) (<http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/quarterly_world_exp_f.htm>, extraído em 28/08/2010), a contração do valor de comércio mundial, em 2009, alcançou 23%. Os países das Américas e da Europa teriam apresentado uma queda pouco superior a 20%, enquanto a retração na Ásia foi de -18%. Variações maiores foram observadas para os países africanos e para a Comunidade de Estados Independentes (CEI).

A crise financeira interrompeu essa trajetória e impactou os países em momentos diferentes. A partir dos dados trimestrais (gráfico 2), observa-se que a queda do PIB começou a ser registrada no segundo trimestre de 2008, na Zona do Euro e no Japão e, no terceiro trimestre, nos EUA. Entre os países em desenvolvimento, a reversão na tendência de crescimento do PIB, para a maioria deles, foi mais variada: enquanto no Chile a queda foi acentuada no terceiro trimestre de 2008, na Argentina e na Coreia do Sul – e no Brasil, como analisado adiante –, a redução mais abrupta do nível de atividades ocorreu no primeiro trimestre de 2009.



Fonte: IFS – IMF. Disponível na página eletrônica: <www.imf.org>.

Elaboração da autora.

Quanto à contração do crédito mundial, estimativas do Banco Mundial (2009) sugerem uma retração de 40% do crédito ao comércio mundial no último trimestre de 2008, relativamente ao mesmo período do ano anterior. Apesar de esses dados serem parciais e não contemplarem a totalidade das transações existentes, são uma indicação da magnitude da retração do crédito. Esta se explica pela contração generalizada da liquidez nos mercados mundiais, decorrente da falência de instituições financeiras e da forte retração das instituições bancárias e não bancárias, agravada pelo aumento da aversão ao risco dos investidores.⁸ Essa contração da liquidez ainda causou um encarecimento do custo do crédito, assim como afetou as transações de financiamento dos fluxos de comércio internacional.

Em fins de 2008, acreditava-se em que os países em desenvolvimento tendiam a ser mais afetados pela contração do crédito, em virtude de serem considerados países com níveis de riscos superiores e exportadores de bens com

8. Para uma análise mais detalhada dos problemas de falta de financiamento, ver Intal (2009b), que mostra também quais medidas foram adotadas no sentido de minimizar tais problemas.

menor valor agregado. Para esses bens, o custo elevado do financiamento podia superar a margem de lucro dos exportadores. Passado o período mais crítico da crise, o crédito iniciou um processo de recuperação, e o crescimento da demanda por determinadas *commodities* (motivado por razões reais ou financeiras) está aliviando a pressão sobre os exportadores dos países em desenvolvimento.

Outra fonte de instabilidade para o comércio mundial são os possíveis ataques especulativos às moedas, que podem ocasionar variações abruptas das cotações, com impactos macro e microeconômicos importantes. No caso brasileiro, a forte desvalorização do real, no segundo semestre de 2008, impôs perdas importantes a determinados exportadores brasileiros, conforme sugerido anteriormente.

Enfim, diversos autores alertaram para o possível recrudescimento do protecionismo, que se pode dar de diversas maneiras, sem que os países necessariamente fujam das regras acordadas na Organização Mundial do Comércio (OMC). Em primeiro lugar, os acordos internacionais preveem a utilização de determinados instrumentos na presença de *dumping* por parte das empresas exportadoras, de subsídios pelos governos aos exportadores (medidas compensatórias) ou, ainda, de problemas de balanço de pagamentos (medidas desalvaguarda). Embora sua aplicação esteja condicionada à comprovação dos problemas que teriam suscitado seu uso, é de amplo reconhecimento o uso dessas medidas como proteção contingente. Tais medidas têm abrangência reduzida: as *anti-dumping* normalmente são específicas a determinados setores (como siderurgia e química) e as demais não são utilizadas com muita frequência. Porém, alguns estudos mostram que seu uso aumenta em períodos de recessão.⁹

A abertura de processos *antidumping* – medidas compensatórias e de salvaguardas – intensificou-se desde 2007.¹⁰ O aumento no uso de medidas de defesa comercial ou de proteção temporária aconteceu primeiramente nos países desenvolvidos e posteriormente nos países em desenvolvimento. Os países desenvolvidos, em particular os EUA, começaram a sentir os efeitos da crise financeira antes dos países em desenvolvimento, o que explicou a maior intensidade na abertura de processos pelos primeiros em 2008 e pelos segundos em 2009 (gráfico 3). Os dados computados trimestralmente apontam para um “pico” de abertura de processos, no terceiro trimestre de 2009, e um arrefecimento no uso de tais instrumentos a partir de então. Bown (2009) chama atenção para o crescimento do uso das medidas salvaguardas, que não são medidas muito utilizadas, mas possibilitam uma proteção mais abrangente do que as medidas *antidumping*, em termos de países e de produtos. Adicione-

9. OMC (2009b) mostra o aumento de medidas *antidumping* em períodos recessivos entre 1979 e 2008. Cita também diversos trabalhos que mostram uma correlação positiva entre variáveis macroeconômicas e o número de medidas *antidumping*.

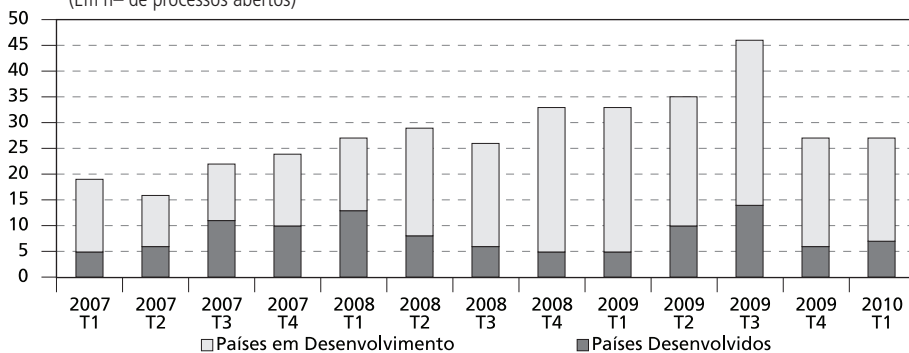
10. As informações estatísticas provêm de Bown (2010), responsável pela base *Temporary Trade Barriers Database* do Banco Mundial. Na página eletrônica da base, também se encontram disponíveis diversas análises sobre o uso das medidas de proteção temporária.

se a esse quadro o crescimento de investigações antissubsídios como resposta à série de medidas que vêm sendo tomadas para sustentação das atividades domésticas por diversos países.¹¹

GRÁFICO 3

Abertura de novos processos de *antidumping*, salvaguardas e medidas compensatórias (2007-2010)

(Em nº de processos abertos)



Fonte: Bown (2010).

Existem, ainda, outros dois possíveis mecanismos que permitiram, dentro das regras da OMC, aumentar o nível de proteção das economias. Por um lado, as tarifas aplicadas pelos países são inferiores àquelas consolidadas junto à OMC (as quais não podem ser aumentadas) e muitas das concessões preferenciais ocorrem no âmbito bilateral. Isso significa que os países têm margem de manobra para aumentar as tarifas sem ferir os compromissos assumidos multilateralmente. Segundo Bouët e Laborde (2010), as diferenças entre as tarifas aplicadas e as consolidadas são de 1,4%, em média, para os países de renda alta, de 11,2% para os países de renda média, e de 26,3% para os países menos desenvolvidos.¹²

Por outro lado, existem margens também para aumento da concessão de subsídios, visto que os compromissos assumidos junto à OMC, pelos EUA e União Europeia, por exemplo, abrem possibilidades para esses aumentos.¹³ Nesse sentido, existe uma discussão acerca do impacto e da compatibilidade com as regras multilaterais de comércio das múltiplas medidas de apoio à produção nacional adotada pelos países.¹⁴

11. Sobre esse ponto, ver Intal (2009a).

12. Essas tarifas são aquelas impostas pelos grupos de países citados sobre suas importações. Os autores calculam igualmente as tarifas enfrentadas pelas exportações dos países nos mercados de destino. No caso dos países de renda média, grupo no qual se insere o Brasil, a proteção atual incidente sobre suas exportações é de 4,6% e poderia chegar a 8,9% se vigorassem as tarifas consolidadas.

13. Segundo a Intal (2009a), a queda dos preços dos produtos agrícolas ampliou as demandas por subsídios no segundo semestre de 2008.

14. Sobre este ponto, ver Naidin, Gadelha e Lemme (2009) ou Bouët e Laborde (2010), por exemplo.

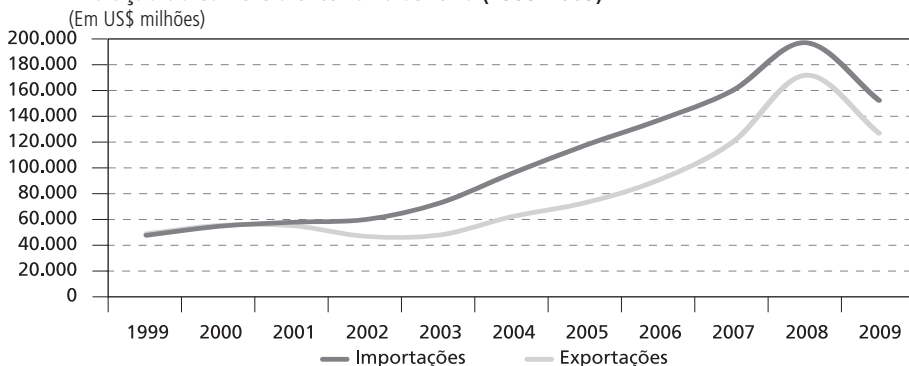
Apesar de tais possibilidades, a evolução recente dos instrumentos associados aos três mecanismos de proteção aqui assinalados anteriormente não sugere que tenha havido um aumento significativo e durável do protecionismo em torno do mundo. Ainda há espaço para medidas de suporte e para conflitos em torno delas. Porém, ao menos por enquanto, parece ser válida a constatação de Bouet e Laborde (2010), que não veem evidências fortes de aumento do protecionismo.¹⁵

3 EVOLUÇÃO RECENTE DO COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO

A crise financeira internacional “chegou” ao Brasil no segundo semestre de 2008. Até então, existia uma desconfiança sobre a influência que a deterioração da economia norte-americana teria sobre o nível de atividades do país. Rios e Iglesias (2009) atribuem “a demora em reconhecer a gravidade da crise e em reagir aos seus efeitos” ao “forte ritmo de crescimento em que se encontrava a economia brasileira”. De fato, a economia brasileira encontrava-se em um cenário de aceleração dos níveis de investimento, de expansão do consumo doméstico e, ainda, de bom desempenho comercial.

GRÁFICO 4

Evolução do comércio exterior brasileiro (1999-2009)



Fonte: Secex/MDIC. Disponível na página eletrônica: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

O comércio exterior brasileiro, em particular, passou por uma fase de intenso crescimento desde o início do milênio. Após dois anos de baixo crescimento das exportações e mesmo retração das importações em 2001 e em 2002, a corrente de comércio brasileira triplicou entre 2003 e 2004. As exportações apresentaram uma trajetória de crescimento acentuado desde então, passando de US\$ 60 bilhões, em 2002, para o valor recorde de US\$ 198 bilhões, em 2008. Já as importações viram seu valor crescer de forma intensa a partir de meados de 2004, tendo passado de US\$ 48 bilhões, no final de 2003, a US\$ 173 bilhões, em 2008 (gráfico 4).

15. Bouet e Laborde (2010, p.322) concluem uma seção do artigo dedicada às medidas protecionistas recentes, afirmando: “we see that there is no strong evidence of rising protectionism today, at least up through March 2009. However, it is also clear that policymakers have historically changed trade policies in reaction to their current economic conditions”.

A crise financeira internacional que eclodiu em 2008 interrompeu o ciclo de crescimento do comércio exterior brasileiro. Ela se propagou para o lado real da economia por intermédio de diversos canais de transmissão – financeiros e “reais” –, entre os quais dois se destacam. Em primeiro lugar, via comércio exterior, fortemente afetado pela queda da demanda externa e dos preços das *commodities*, conforme analisado adiante. Em segundo lugar, a deterioração das expectativas e a abrupta saída de capitais levaram a uma desvalorização do real, com reflexos importantes sobre a saúde financeira de diversas grandes empresas exportadoras.

No tocante aos aspectos financeiros, a situação externa da economia brasileira – assim como a de diversos países latino-americanos – era relativamente confortável no momento pré-crise. Por consequência, apesar da forte queda dos investimentos diretos estrangeiros (IDE), do aumento da remessa de capitais para o exterior e da contração do crédito internacional, o principal canal de transmissão financeiro da crise sobre o setor real da economia deu-se pela forte e rápida desvalorização do real em setembro de 2008. Tal desvalorização contribuiu para a deterioração das expectativas e, sobretudo, pegou de surpresa grandes empresas exportadoras que se utilizavam dos ACCs como forma de *hedge* (ou de compensação financeira) para suas operações comerciais diante da trajetória de valorização do real.¹⁶ A desvalorização impôs perdas importantes a essas empresas e acabaram por afetar também o sistema bancário brasileiro, pois colocou alguns bancos diante da ameaça de inadimplência (*default*). Embora tenha se observado uma retração do crédito privado, ela foi compensada pela ampliação do crédito pelos bancos públicos. Rios e Iglesias (2009) chamam atenção para o fato de que o contágio financeiro da crise ocorreu menos em função dos mecanismos esperados de transmissão – como o encarecimento do crédito externo e o grau de endividamento externo das empresas nacionais – do que em função do estresse gerado no sistema financeiro, a partir dos problemas encontrados por grandes empresas exportadoras em suas operações com derivativos cambiais. A consequente deterioração das expectativas levou ao adiamento das decisões de compra e de investimento dos agentes (famílias e empresas) e fez com que o PIB brasileiro diminuísse no terceiro trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009,¹⁷ fechando o ano de 2009 com uma variação negativa de 0,2% e encerrando o ciclo de crescimento iniciado em 2004.

16. Os ACCs permitem às empresas anteciparem o recebimento de futuras exportações. Foram usados por muitas empresas como forma de compensar a valorização do real, de baratear os créditos bancários ou ainda de obter lucros puramente financeiros (especulação). A brusca variação cambial e a contratação de crédito fizeram com que grandes exportadoras como a Sadia ou a Aracruz Celulose se encontrassem em uma situação financeira delicada no segundo semestre de 2008. Farhi e Borghi (2009) analisam detalhadamente o impacto da crise sobre as empresas produtivas brasileiras que detinham posições importantes em derivativos de dólar, atribuindo suas perdas à crescente “financeirização” de suas atividades.

17. O PIB, medido a preços de mercado, se retraiu em 4,9% no 3º trimestre de 2008, e em 4,5% no primeiro trimestre de 2009 (relativamente aos trimestres imediatamente anteriores, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE, disponível na base de dados Ipeadata).

Os primeiros efeitos da crise internacional sobre os fluxos de comércio apareceram no primeiro semestre de 2008, sob forma de forte flutuação – esse fenômeno fica mais claro a partir dos dados mensais de exportação e de importação apresentados no gráfico 5. Ainda assim, os valores mensais foram bastante elevados, entre maio e outubro, a partir de quando a crise internacional causa uma forte alteração na trajetória dos fluxos comerciais. As exportações acusaram uma queda de 7,5% em outubro e de 20,3% em novembro, enquanto as importações sofreram uma redução de 24,1%, somente no mês de novembro.

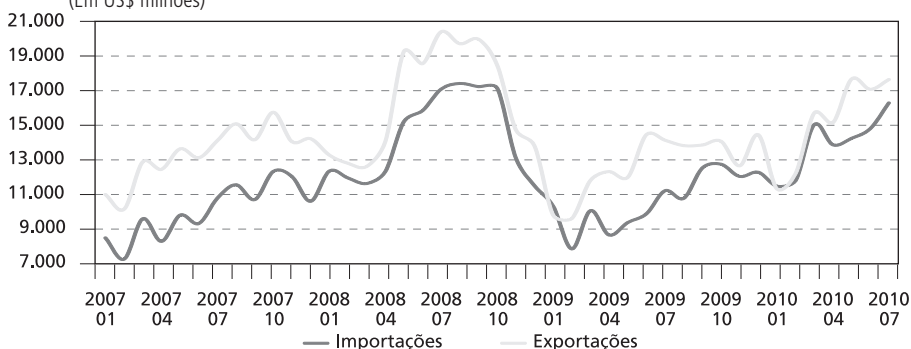
A partir de então, os fluxos de comércio se contraíram forte e continuamente, até o mês de fevereiro de 2009, quando se observaram os menores valores mensais, desde 2006, para as exportações, bem como para as importações. Entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009, os fluxos mensais de comércio se reduziram quase à metade: o valor das exportações caiu 48%, e as importações, 54%.

Depois de atingir seu mais baixo volume em fevereiro de 2009, os fluxos de comércio voltaram a crescer. A recuperação das exportações foi inicialmente mais forte do que a das importações, tendência que perdurou até meados de 2009. No segundo semestre, no entanto, percebe-se uma relativa estabilidade do valor mensal das exportações e um crescimento, quase contínuo, das importações mensais. Apesar do fraco desempenho do comércio exterior brasileiro nos dois primeiros meses de 2010,¹⁸ a trajetória de crescimento do comércio exterior manteve-se, pois as importações cresceram a taxas superiores às exportações. Como resultado, em meados de 2010, o valor já se equipara àqueles observados no momento de “euforia” anterior à eclosão da crise no segundo trimestre de 2008.

GRÁFICO 5

Evolução dos fluxos mensais de exportação e de importação brasileiros (2000-2009)

(Em US\$ milhões)

Fonte: Secex/MDIC. Disponível na página eletrônica: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

18. Essa queda encontra, sobretudo, explicações sazonais. Porém, ao se compararem os valores mensais com os mesmos meses de 2009, observa-se um crescimento tanto das exportações como das importações – 15,6% e 11,6% em janeiro, respectivamente.

Uma comparação mais apurada da evolução dos fluxos de comércio mensais mostra que, embora as exportações tenham tido um impulso de recuperação maior do que as importações, e apesar da obtenção de superávits comerciais na maior parte do período, o crescimento das importações tem sido mais constante e forte do que o das exportações. Por um lado, o primeiro momento de recuperação das exportações (segundo semestre de 2009) esteve associado à recomposição dos estoques de minerais e de outras *commodities* da China e da União Europeia. De fato, os preços das *commodities*, como discutido adiante, têm-se beneficiado da gradativa recuperação das atividades econômicas nos mais diversos países, dos problemas associados às colheitas de diferentes produtos agrícolas e também da retomada das atividades financeiras, sobretudo no que se refere às *commodities* minerais. Por outro lado, se as importações, em 2009, apresentaram uma queda acumulada no ano superior à das exportações (diferença de 3,5 pontos percentuais), em julho de 2010, elas acumularam um crescimento bem superior ao das exportações (diferença de 18 pontos percentuais).

Como consequência dessa evolução de vendas e de compras externas, o saldo comercial tem permanecido superavitário, porém relativamente volátil e decrescente. Em 2009, ele se mostrou bastante volátil, em função, sobretudo, do comportamento das exportações – o que não é surpreendente, dada a proximidade da crise e dadas as incertezas por ela geradas. Porém, em 2010, o saldo acumulado, no primeiro semestre, é inferior ao (já reduzido) saldo observado em 2009. Tal evolução suscita preocupações quanto à evolução do balanço de pagamentos, visto que, por um lado, a economia doméstica tem ficado bastante aquecida, pressionando as importações e, por outro, alguns dos principais mercados de destino das exportações brasileiras ainda se encontram em uma recuperação lenta.

Acrescente-se a esse cenário a valorização da taxa de câmbio real, que, após a repentina desvalorização ocasionada pela crise financeira internacional, voltou a patamares inferiores aos observados em agosto de 2008. Com efeito, entre agosto e dezembro de 2008, o real se desvalorizou em 28%, frente a uma cesta de 13 moedas. Tal desvalorização não se sustentou e, um ano após a eclosão da crise, a taxa de câmbio real se encontrava em nível equivalente ao pré-crise.¹⁹

19. O comportamento frente às diversas moedas é distinto: as maiores desvalorizações deram-se relativamente ao iene (Japão) e ao iuane (China), e as menores, face ao México. Relativamente à moeda argentina, à cesta da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi), ao dólar norte-americano e à cesta da Zona do Euro, a magnitude da desvalorização do real foi similar e próxima à da cesta de moedas (até por conta do peso de tais moedas no cálculo). A valorização posterior, no entanto, foi mais intensa relativamente à Zona do Euro. Com relação às moedas chinesa e japonesa, em julho de 2010, o real encontrava-se em situação mais confortável, com uma desvalorização estimada de, respectivamente, 9% e 22%, comparativamente ao mês de agosto de 2008. A evolução da taxa de câmbio pode ter favorecido o crescimento das exportações brasileiras para a China, mas tem poder explicativo limitado, visto que, para outros mercados, como o europeu (para quem as exportações reagiram tão rapidamente quanto para a China), a evolução da taxa de câmbio real mostrou-se desfavorável para as exportações. Diversos trabalhos recentes explicitam, aliás, que as exportações brasileiras são mais sensíveis a variações da demanda do que da taxa de câmbio – ver Ribeiro, 2006, por exemplo. Os indicadores de taxa de câmbio real são provenientes da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) – disponível em <<http://www.funcexdata.com.br>> – e utilizam o Índice de Preços por Atacado (IPA) como deflator.

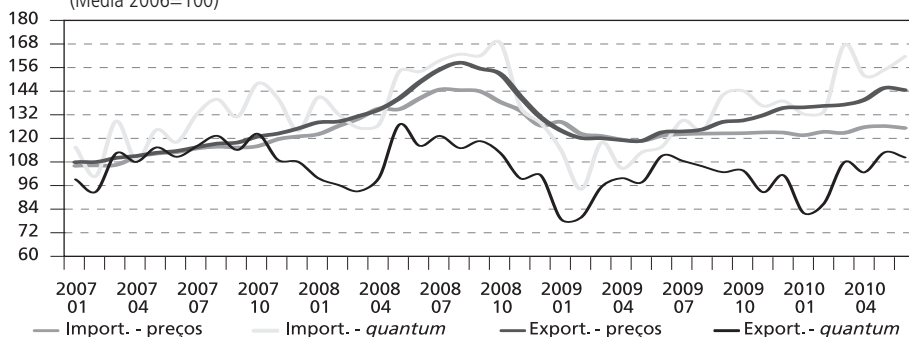
Em suma, a crise financeira “demorou” a impactar o comércio exterior brasileiro (assim como para grande parte dos países emergentes), porém o fez na mesma intensidade com que abalou os fluxos internacionais de comércio. A recuperação desses fluxos – para a economia brasileira e também para as dos demais emergentes – foi mais rápida do que para as economias centrais. Após atingir o “fundo do poço” em fevereiro, os fluxos de comércio apresentaram uma boa recuperação, ainda que com variações mensais relativamente fortes.

A crise financeira impactou de forma mais abrupta as quantidades comercializadas do que os preços, conforme se verifica no gráfico 6. Isso é observado tanto para as exportações como para as importações, ainda que a redução do *quantum* importado tenha sido bem mais intensa do que para o *quantum* exportado. A suspensão repentina dos investimentos – decorrente da inversão das expectativas – e a queda do nível de produção explicam a queda das compras externas brasileiras. Por outro lado, as quantidades exportadas já vinham apresentando uma tendência à queda desde 2007, tendência compensada temporariamente pelo aumento dos preços. Como salienta Ribeiro (2009, p.5), “antes de iniciar-se a crise, as exportações brasileiras sustentaram seu crescimento nos ganhos de preço, especialmente em 2008”. Ou seja, a crise não somente fez “secar” a fonte de crescimento do valor das exportações nos últimos anos – aumento dos preços – como ainda causou uma contração das quantidades exportadas, que já vinham perdendo dinamismo desde 2007.

GRÁFICO 6

Evolução trimestral do *quantum* e dos preços das exportações e das importações brasileiras (2007-2010)

(Média 2006=100)



Fonte: FuncexData – Funcex. Disponível na página eletrônica: <<http://www.funcexdata.com.br>>.

Elaboração da autora.

O comportamento do *quantum* exportado foi bem diferente do importado no período que se segue. Entre fevereiro e julho de 2009, o *quantum* exportado cresceu para depois mostrar uma forte volatilidade e alcançar um patamar 10% inferior ao máximo observado no pré-crise, em junho de 2010. As quantidades importadas, ao contrário, já alcançaram o nível pré-crise.

A evolução dos preços, ao longo de todo o período, foi mais suave do que a das quantidades e, na comparação entre preços das exportações e das importações, as variações foram mais intensas para as primeiras. Fica evidente, pelo gráfico 6, a valorização das *commodities* em meados de 2008, o que acabou por causar uma queda mais intensa para o índice de preços das exportações do que das importações. A partir de meados de 2009, nota-se uma divergência na tendência do índice de preços das importações e das exportações, com certa estabilidade do primeiro e uma tendência de crescimento do segundo.

4 EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES SEGUNDO MERCADOS DE DESTINO

O Brasil há muito se consolidou como um *global trader* no cenário comercial mundial, característica que se tem reforçado nos últimos anos. A tabela 1 mostra que, ao longo das últimas duas décadas, a diversificação das exportações brasileiras vem crescendo, fruto do ganho de peso de novos mercados e da perda de importância relativa dos parceiros tradicionais do Brasil, como EUA e União Europeia. Nesse sentido, é notável o aumento da importância dos mercados latino-americanos e da China. A participação da Aladi (inclusive Mercado Comum do Sul – Mercosul), que, no início dos anos 1990, respondia por cerca de 13% das exportações brasileiras, cresceu em 10 pontos percentuais, atingindo 23% em 2007/2008.²⁰ O crescimento das exportações para a China foi mais recente. Sua participação nas exportações brasileiras cresceu significativamente depois de 2000, fazendo com que ela se tornasse o terceiro mercado de destino das exportações brasileiras em 2008. Nesse período, seu peso passou de 2% das exportações brasileiras para 8% em 2008. Esse crescimento, no entanto, foi pequeno, se comparado ao que aconteceu em 2009.

Por conta dos efeitos da crise sobre os diferentes mercados e da redução dos preços internacionais, a composição geográfica das exportações brasileiras se modificou significativamente em 2009. No caso da China, sua participação quase dobrou, passando de 8% para mais de 13% em apenas um ano. Tal movimento foi muito forte no primeiro semestre de 2009, por conta da recomposição dos estoques de determinadas matérias-primas, como mencionado anteriormente. Ele se arrefeceu no segundo semestre, mas voltou a se manifestar em 2010, quando as exportações para a China atingiram cerca de 15% do total. Desde 2009, a China tornou-se o primeiro parceiro comercial do Brasil, tendo ultrapassado os EUA e a Argentina.

20. Na década de 1990, foi o aumento do comércio no âmbito do Mercosul o responsável por tal crescimento, enquanto, nos anos 2000, o crescimento maior foi devido aos demais parceiros da América do Sul e ao México.

TABELA 1
Evolução da distribuição geográfica das exportações brasileiras (1990-2010 – anos selecionados)
 (Em %)

Países/período	1990 1991	1995 1996	2000 2001	2005 2006	2007 2008	2009	2010 1º semestre
Mercosul	5,8	14,5	12,7	10,2	11,1	10,3	10,9
Argentina	3,4	9,9	10,1	8,6	9,1	8,4	8,8
Uruguai	1,0	1,7	1,2	0,7	0,8	0,9	0,8
Paraguai	1,4	2,8	1,4	0,9	1,2	1,1	1,3
Aladi	7,4	8,1	9,9	12,4	11,5	9,2	9,4
Bolívia	0,7	1,1	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Colômbia	0,5	1,0	1,0	1,4	1,2	1,2	1,1
Chile	1,9	2,4	2,3	3,0	2,6	1,7	2,0
Peru	0,6	0,8	0,6	1,0	1,1	1,0	1,0
México	2,0	1,3	3,2	3,4	2,4	1,7	1,9
Venezuela	1,1	1,0	1,7	2,3	2,8	2,4	2,0
União Europeia	32,7	27,7	26,7	21,9	23,8	22,2	21,6
Alemanha	6,4	4,6	4,5	4,3	4,6	4,0	4,0
Espanha	2,3	2,0	1,8	1,8	2,2	1,7	2,0
Itália	4,8	3,5	3,6	2,8	2,6	2,0	2,1
França	2,8	2,1	3,0	2,1	2,2	1,9	1,9
América do Norte	26,1	21,8	29,2	24,0	15,6	11,3	11,1
EUA	29,2	22,3	27,2	18,5	14,4	10,2	10,0
Ásia	17,6	17,2	11,9	15,7	17,8	25,8	27,3
China	1,0	2,5	2,7	6,1	7,7	13,2	15,1
Índia	0,5	0,5	0,5	0,8	0,6	2,2	2,2
Japão	7,9	6,6	4,0	2,9	3,0	2,8	3,2
Ásia Pacífico	7,9	7,0	4,2	5,3	6,0	5,9	5,4
Coreia do Sul	1,9	1,8	1,2	1,5	1,5	1,7	1,6
Oriente Médio	3,5	2,7	3,0	4,0	4,1	4,9	4,7
África	3,3	3,3	3,0	5,3	5,3	5,7	4,3
Total (em US\$ milhões)	31.168	46.493	55.572	125.772	173.058	152.995	89.187

Fonte: FuncexData – Funcex; Secex – MDIC. Disponíveis na página eletrônica: <<http://www.funcexdata.com.br>> e <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

A evolução das exportações mensais para os principais mercados de destino das exportações brasileiras, entre janeiro de 2007 e setembro de 2009, está representada no gráfico 7. Percebe-se relativa estabilidade dos valores para todos os mercados até abril de 2008. A partir daí, as exportações para alguns mercados – China, União Europeia e EUA – apresentaram um crescimento abrupto, ao qual se seguiu uma queda ainda mais abrupta a partir de outubro. A trajetória de queda, nesses três mercados, é bastante similar e foi acompanhada por uma forte redução das exportações para a Argentina, também a partir de outubro. O desempenho das exportações para o Japão mostrou uma queda bem mais suave.

A partir do mês de dezembro, no entanto, a evolução das exportações se mostrou bem distinta, segundo os diversos mercados. Enquanto as exportações para os demais mercados continuaram a cair, aquelas destinadas à China, após atingirem seu nível mais baixo em novembro de 2008, retomaram a trajetória de crescimento. Esse crescimento se intensificou a partir de fevereiro, com as exportações para a China atingindo seu valor máximo mensal em junho de 2009 (US\$ 2,9 bilhões). Logo, esse país emergiu, no primeiro semestre de 2009, como o primeiro mercado de destino para as exportações brasileiras, considerando os países individualmente. No segundo semestre de 2009, as exportações mensais para aquele país caíram de forma significativa. No primeiro semestre de 2010, as exportações para a China voltaram a crescer, batendo um novo recorde no mês de maio (US\$ 3,5 bilhões). O desempenho das exportações para esse país está ligado principalmente a três fatores: *i*) seu crescimento econômico; *ii*) menor valorização da taxa de câmbio da moeda brasileira relativamente ao iuane (comparativamente às demais moedas); e *iii*) evolução de produtos específicos, para os quais a China fez movimentos de recomposição de estoques no primeiro semestre de 2009. No primeiro semestre de 2010, as exportações para a China mantiveram um ritmo acelerado de crescimento (relativamente ao período).

As exportações para a União Europeia não apresentaram uma recuperação tão espetacular como aquelas destinadas à China, mas mostraram uma vigorosa recuperação desde o início do ano. O valor mensal mais baixo foi observado em fevereiro de 2009 e, desde então, as exportações cresceram cerca de 40%. Para os países da União Europeia, apesar de o valor exportado ter voltado ao nível do início de 2007, as expectativas de crescimento futuro não são animadoras. Nesse bloco, o reaquecimento da demanda tem sido bem mais lento – o que, juntamente com o nível da taxa de câmbio real-euro, não favorece uma forte expansão das vendas brasileiras.

Quase tão espetacular quanto o crescimento das exportações para a China foi a queda das vendas para os EUA. Entre os meses de setembro de 2008 e de maio de 2009, as exportações mensais acumularam uma queda de 65%. Desde então, os embarques voltaram a crescer para os EUA, mas de forma pouco intensa, fazendo com que, ao final do primeiro semestre de 2010, o valor ainda estivesse abaixo do valor médio exportado em 2007. Tal comportamento explica por que o peso dos EUA nas exportações totais brasileiras atingiu 10% depois de já ter absorvido mais de ¼ na década de 1990.

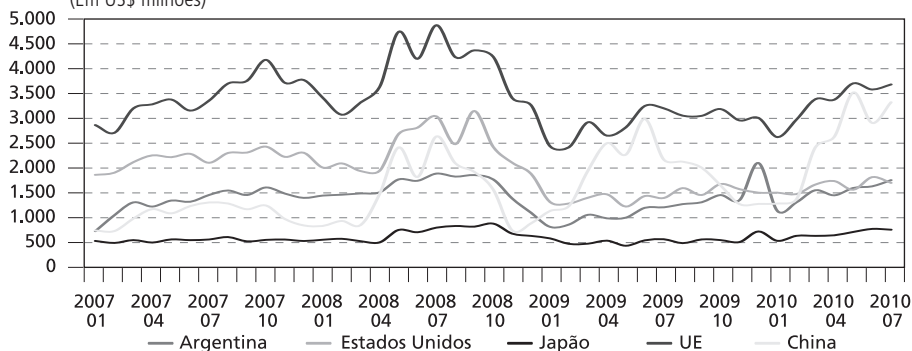
No caso das exportações para a Argentina, os valores caíram, desde setembro de 2008, em um ritmo próximo à redução das exportações para os EUA. Na comparação de maio de 2009 (valor mais baixo desde o início da crise) com setembro de 2008, a queda é de 53%. Desde então, as exportações vêm

umentando a um bom ritmo, o que permitiu a esse país recuperar, em julho de 2010, em termos de valores mensais, a posição de segundo mercado de destino para as exportações brasileiras.

GRÁFICO 7

Evolução mensal das exportações para mercados selecionados (2007-2009)

(Em US\$ milhões)



Fonte: Secex/MDIC. Disponível na página eletrônica: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

Vale assinalar que esses movimentos bruscos refletem, em alguns casos, tendências observadas desde antes da crise. É o caso do aumento do comércio com a China – cujo peso nas exportações totais brasileiras passou de 2%, em 2000, para 8,3%, em 2008 – e da perda de dinamismo das exportações para os EUA – cujo peso caiu de 27%, em 2000, para 14%, em 2008.

Essas diferentes evoluções estão associadas à composição *setorial* da pauta para os diversos mercados. Ademais, a recente mudança na distribuição geográfica pode ter implicações importantes na composição das exportações brasileiras. De fato, o mercado que se tem mostrado mais dinâmico para as exportações brasileiras, a China, absorve (crescentemente) produtos básicos e/ou pouco elaborados.²¹ Para a União Europeia – outro mercado que também mostra recuperação –, o crescimento tem sido liderado, sobretudo, por produtos agrícolas (soja, café, suco de laranja, etanol) ou minerais (minério de ferro, produtos siderúrgicos e petróleo). Por outro lado, para os dois principais mercados para os produtos manufaturados brasileiros, Argentina e EUA, as exportações brasileiras caíram respectivamente 40% e 45%, entre janeiro e agosto de 2009, relativamente ao ano anterior. Para o terceiro destino das exportações de produtos manufaturados brasileiros, a União Europeia, a exemplo dos dois

21. Para a China, cerca de 90% dos produtos exportados pelo Brasil são de produtos básicos ou semimanufaturados, com destaque para soja trituração, minério de ferro e petróleo em bruto. Além de se caracterizar por produtos de baixo valor agregado, ela é também muito concentrada.

outros (Argentina e EUA), as exportações se reduziram fortemente no período pós-crise.²² Não se deve negligenciar o efeito da retomada de crescimento dos preços das *commodities*, nem a lenta recuperação das economias centrais, notadamente a norte-americana. Vale acrescentar, ainda, a crescente concorrência dos produtos chineses em mercados importantes como o da América Latina ou o dos EUA.

Em suma, os mercados que se vêm revelando mais dinâmicos, desde a eclosão da crise financeira internacional, são aqueles que absorvem os produtos menos elaborados e, sob o aspecto da capacidade de encadeamento produtivo, de menor dinamismo. As exportações para os principais mercados de destino dos produtos de maior grau de elaboração foram as que mais sofreram com a crise. Como se observa a seguir, a análise da pauta por setores e por conteúdo tecnológico reflete essas evoluções “bilaterais” e indicam que a recuperação das exportações está reforçando a tendência de *primarização* relativa da pauta de exportações observada, pelo menos, desde 2005.

QUADRO 1

Evolução do preço das commodities

Desde 2003, os preços das *commodities* – tanto agrícolas como minerais – têm apresentado um crescimento sustentado. Em uma perspectiva de longo prazo, tal crescimento corresponde a uma ruptura com a evolução observada nas décadas anteriores e contrasta, em termos reais, com a trajetória de queda dos preços das *commodities* desde o início dos anos 1980. Porém, se compararmos a evolução posterior a 2003, o crescimento acumulado até 2007 foi relativamente inferior ao observado no curto espaço de tempo correspondente ao primeiro semestre de 2008 (tabela A1 no Anexo).

Nos meses que antecederam a eclosão da crise no mercado internacional, observa-se um pico nos preços das *commodities* em geral. Conforme mostra o gráfico A.1 no Anexo, não somente o preço do petróleo alcançou seu nível mais elevado em julho de 2008, mas também o de diversas outras *commodities*. O índice da Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (Food and Agriculture Organization – FAO),¹ por exemplo, indica que até o mês de junho de 2008 os preços dos alimentos tinham acumulado uma valorização de cerca de 40%, relativamente à média de 2007. Tal aumento exacerbou o temor de uma crise alimentar mundial, segundo o qual o movimento especulativo em direção das *commodities* agrícolas juntar-se-ia a outros fatores, causando um aumento da fome no mundo.

(Continua)

22. A tabela A2, em anexo, detalha as exportações segundo principais blocos/regiões de destino e produto, segundo fator agregado, para 2007, 2008, 2009 e 1º semestre de 2010.

(Continuação)

Além do aquecimento da economia mundial, a valorização do preço das *commodities* resultou de um movimento especulativo em diversos mercados (gráfico A,1 no Anexo). De fato, diante da valorização do dólar norte-americano e dos sinais de aprofundamento da crise financeira internacional, os investidores buscaram rentabilidade em ativos reais, como alimentos e metais. Visto que o comércio internacional tornou-se profundamente ligado ao mercado financeiro (alguns autores apontaram para um processo de “financeirização” crescente do comércio de mercadorias e, por consequência, dos alimentos),² o comércio internacional de minerais e de alimentos encontrou-se mais sujeito a ataques especulativos do que em períodos precedentes. A evolução dos preços internacionais das *commodities*, sobretudo das agrícolas, foi bastante heterogênea, mas as cotações de produtos, tais como milho e laranja, chegaram a se valorizar em 39% no primeiro semestre de 2008.

A eclosão da crise financeira reverteu repentinamente a tendência alista dos preços das *commodities*. O índice de preço das *commodities*, excluindo-se petróleo, ao atingir seu valor mais baixo em dezembro de 2008, chegou quase ao nível médio de 2007. Em suma, se no período pré-eclosão da crise houve uma valorização sem precedentes dos preços das *commodities*, ela mesma se encarregou de anular tal valorização. Isso se deveu, sobretudo, à saída dos capitais especulativos desses mercados, dadas as necessidades de liquidez em outros mercados.

A partir do início de 2009, no entanto, observou-se uma recuperação dos preços das *commodities*. Para muitos produtos, os preços atingiram, em meados de 2010, níveis superiores à média de 2007. O comportamento dos preços difere segundo as diversas *commodities*, em função da elasticidade-renda mais baixa dos alimentos e da preferência dos investidores por *commodities* metálicas e petróleo, o que, aliás, tem sido apontado como o principal responsável por esta recuperação recente, apesar da lenta recuperação da demanda mundial.³

Notas: 1. *Monthly Food Price Indices*, FAOSTAT (<<http://www.faostat.fao.org>>).

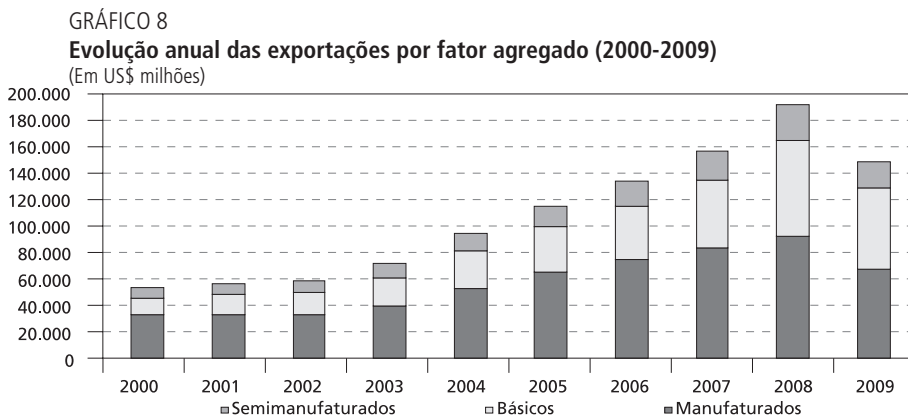
2. Ver, por exemplo, FAO (2008) ou Redrado *et al.* (2009), que, apesar de argumentarem que a *financeirização* afeta somente o mercado no curto prazo, fornecem diversas evidências e referências bibliográficas acerca do problema da *financeirização* dos mercados de *commodities*. Segundo Redrado *et al.* (2009), por exemplo, “*Domanski and Healt (2007) have pointed out that contracts in derivative commodity markets tripled between 2002 and 2005; while in the same period the ratio of financial activity of crude oil and copper to their world productions increased from 3.2 to 3.9 and from 30.5 to 36.1, respectively*” (p. 12).

3. Ver Iedi (2009) ou Intal (2010).

5 EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES SEGUNDO OS SETORES

As exportações de produtos básicos, fortemente impulsionadas pelo aumento dos preços internacionais, foram as principais responsáveis pelo crescimento das exportações brasileiras no período 2002-2008. Frente a um crescimento acumulado de 228% para as exportações *totais* no período, as vendas de produtos básicos

aumentaram de 330%, enquanto as exportações de semimanufaturados e manufaturados cresceram, respectivamente, de 202% e 181% (gráfico 8).



Fonte: Secex/MDIC. Disponível na página eletrônica: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

A evolução no período mais recente mostra que, a partir de meados de 2008, reduziu-se a quantidade exportada de todos os tipos de bem (gráficos 9 e 10). O *timing* e a intensidade dessa queda, no entanto, diferiram segundo as classes de produtos. A queda das exportações dos produtos básicos iniciou-se em agosto – devido à contração dos preços e à da demanda –, com uma intensidade maior do que a dos demais produtos (se compararmos o valor mais elevado com o valor mais baixo: -58,3% entre maio de 2008 e janeiro de 2009). Esses produtos, no entanto, viveram um período de forte volatilidade no meio do ano de 2008. O *quantum* exportado já apresentava queda desde maio, enquanto os preços tiveram um forte aumento nos meses de julho e de agosto, compensando a redução da quantidade (quadro 1).²³

A partir de janeiro de 2009, no entanto, a quantidade exportada de produtos básicos voltou a subir, enquanto seus preços retomaram trajetória ascendente logo em seguida (a partir do mês de fevereiro). No segundo semestre de 2009, o movimento de recomposição de estoques pareceu se arrefecer e o *quantum* exportado voltou a cair. Os preços, por seu turno, continuaram sua trajetória ascendente, o que, aliás, se manteve até as últimas informações referentes a meados de 2010. Como resultado, o *quantum* médio de 2009 ficou um pouco acima daquele observado em 2008. Em junho de 2010, no entanto, o nível médio de 2009 já foi amplamente superado pela média observada no primeiro semestre de 2010. Ou seja, embora se tenha observado um forte, mas não durável, aumento do *quantum* exportado de produtos básicos no ano de 2009, os preços vêm

23. Como sugerido no quadro 1, esse aumento esteve relacionado ao *boom* dos preços das *commodities* que, entre outros aspectos, respondeu a um componente especulativo

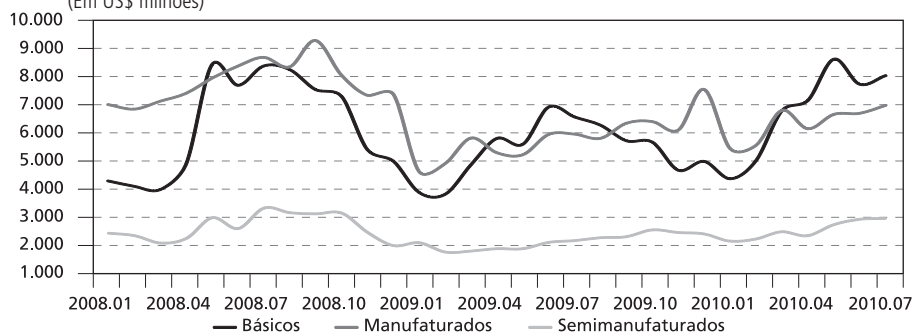
umentando sem interrupção (tendência observada também no primeiro semestre de 2010), fazendo com que esses produtos ganhem peso na pauta de exportações.²⁴

Enfim, vale assinalar que as exportações de básicos não somente têm ganho peso na pauta de exportações, mas têm sido também progressivamente mais destinadas para a Ásia e para a União Europeia. Os produtos que têm contribuído positivamente para essa evolução são, sobretudo, soja, açúcar, café e, em menor medida, minério de ferro e fumo.

GRÁFICO 9

Evolução mensal das exportações por fator agregado (2008-2010)

(Em US\$ milhões)



Fonte: FuncexData – Funcex; Secex – MDIC. Disponíveis na página eletrônica: <<http://www.funcexdata.com.br>> e <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

No que se refere aos produtos manufaturados, a queda do valor exportado foi posterior e menos intensa do que no caso dos produtos básicos. Isso se deve a uma queda menos abrupta dos preços e a uma redução da quantidade exportada de magnitude semelhante à dos produtos básicos. Como sugere o gráfico 10, a quantidade exportada de manufaturados caiu intensamente no final do ano de 2008 – somente entre dezembro e janeiro de 2009, o *quantum* exportado caiu 39%. Essa redução “tardia” deve-se às características desses produtos: os contratos de venda e de embarque de parte dos produtos manufaturados (bens de capital e bens de consumo duráveis, notadamente) são de mais longo prazo, explicando parte da defasagem de resposta de tais produtos relativamente aos produtos básicos e semimanufaturados.

A despeito desse fato, as exportações de manufaturados já vinham apresentando uma tendência de queda, já que, no primeiro semestre de 2008, época da “euforia pré-crise”, cresceram menos do que os demais produtos (gráfico 9). Este fato reflete a evolução dos preços desses bens, que, sendo menos voláteis do que os dos demais produtos, fez com que as exportações de manufaturados se beneficiassem menos do crescimento dos preços no primeiro semestre de 2008 (e, mais tarde, sofressem menos

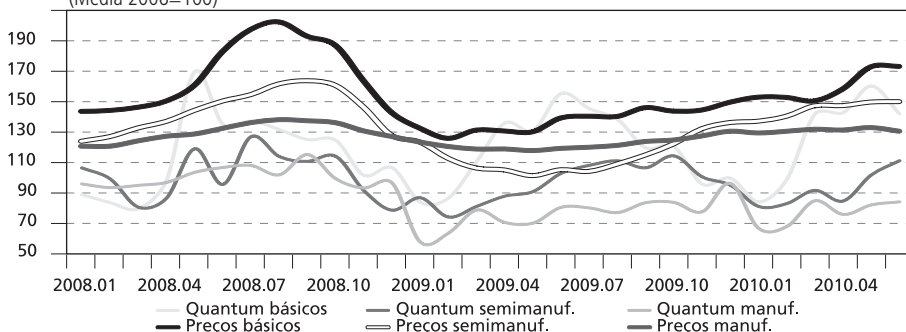
24. O peso dos produtos básicos na pauta de exportações foi de 32% em 2007, 37% em 2008, 40% em 2009 e 42% no primeiro semestre de 2010, segundo a Secex.

com a queda dos mesmos). A forma da curva que representa o índice de preços dos bens manufaturados – explicitada no gráfico 10 – mostra que esses bens foram aqueles que atravessaram variações de preços mais suaves. Pelo lado das quantidades, a perda de dinamismo, que tem ocorrido desde 2007, agravou-se no período de crise, em função, possivelmente, da retração da demanda norte-americana.

A recuperação das exportações desses produtos também foi mais lenta, por diversas razões. Em primeiro lugar, alguns setores manufaturados – notadamente o automotivo – foram muito afetados pela crise financeira. Em segundo lugar, as exportações desses produtos, pelas características de seus contratos (maior valor e prazo), foram os mais afetados pela contração do crédito. Em terceiro lugar, em geral, exportações de manufaturados apresentam elasticidades-renda mais elevadas. No caso brasileiro, as exportações de manufaturados dirigem-se, sobretudo, para países da América Latina, e estimativas mostram que essas exportações para tais destinos são, em geral, mais sensíveis a variações da renda. Entre os dez principais parceiros comerciais do Brasil, os dois países que apresentaram maior queda nas importações totais, em 2009 (relativamente ao mês anterior, dados do COMTRADE), são Chile e Argentina, que se constituem como importantes mercados de destino das exportações brasileiras de manufaturados.

A trajetória das exportações mensais de manufaturados, em 2009, foi relativamente menos volátil do que a de básicos, apresentando um crescimento pequeno, porém contínuo, com fortes flutuações no final do ano. Tal evolução reflete uma relativa estabilidade do *quantum* exportado e um leve crescimento dos preços. No primeiro semestre de 2010, observou-se a manutenção dessa trajetória. Como resultado, as exportações de manufaturados têm perdido espaço nas exportações totais, passando de 55%, em 2005, para 43%, no primeiro semestre de 2010.

GRÁFICO 10
Evolução mensal do *quantum* e dos preços das exportações por fator agregado (2008-2010)
(Média 2006=100)



Fonte: FuncexData – Funcex; Secex-MDIC. Disponíveis na página eletrônica: <<http://www.funcexdata.com.br>> e <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.

Elaboração da autora.

Entre os produtos manufaturados, material de transporte foi aquele cuja contribuição para a redução das exportações foi mais relevante em 2009, devido à queda de 40% nas exportações e ao peso no total exportado (10,1%). As vendas de automóveis e de autopeças, de veículos de carga e de aviões sofreram acentuada redução. No primeiro semestre de 2010, no entanto, as vendas de material de transporte, exceto de aviões e de suas partes, mostraram uma forte recuperação relativamente ao mesmo período do ano anterior (27,7%). A retração de máquinas e de equipamentos em 2009, puxada por compressores e bombas e por máquinas para terraplanagem e para perfuração, também contribuiu significativamente para a queda das exportações totais. O conjunto de máquinas e de equipamentos representou cerca de 4% do total, e a retração no ano foi de 35%. Em 2010, observou-se uma retomada das exportações desse grupo de produtos, que, relativamente ao primeiro semestre de 2009, cresceram 26%. Vale assinalar que tanto as exportações de material de transporte quanto as de máquinas e de equipamentos apresentaram elasticidade-renda elevada e, por isso, sofreram muito em 2009 com a contração da demanda e do crédito. Da mesma forma, no primeiro semestre de 2010, esses setores têm apresentado vigoroso crescimento em decorrência da retomada das atividades em alguns dos mercados de destino das exportações brasileiras, notadamente América do Sul.

Todos os demais grupos de produtos manufaturados (químicos, material elétrico e eletrônico, papel e celulose, têxteis e calçados, entre outros) apresentaram contração dos valores exportados em 2009. Apenas alguns deles têm revelado um bom desempenho no primeiro semestre de 2010, o destaque ficando para celulose, para calçados e para produtos químicos.

O desempenho do valor exportado de semimanufaturados apresentou uma queda próxima ao dos manufaturados em 2009 (25%), fruto de uma forte contração dos preços e de uma redução menos acentuada do *quantum*. No primeiro semestre de 2010, o valor das exportações mostrou um vigoroso crescimento relativo ao ano anterior, devido a um forte aumento dos preços e a uma variação pequena, porém positiva, do *quantum*. Nesse grupo, os produtos metalúrgicos foram os maiores responsáveis pela queda das exportações em 2009, sendo que parte deles ainda apresenta desempenho negativo no primeiro semestre de 2010. Celulose, ao contrário, depois de ter apresentado uma queda relativamente pequena em 2009 (-15%), mostrou um forte crescimento no primeiro semestre de 2010 (56%, relativamente ao mesmo período do ano anterior). A evolução aqui descrita, em termos de setores, também pode ser examinada do ponto de vista da intensidade tecnológica dos produtos exportados.

5.1 Evolução das exportações por intensidade tecnológica

A evolução da pauta de exportações, após a crise, acentuou a tendência de perda de importância de produtos mais elaborados e com maior intensidade tecnológica.

Tal tendência era observada desde o início da década, mas foi acentuada em 2009. E, conjuntamente à evolução das importações, fizeram com que o déficit dos produtos de maior conteúdo tecnológico²⁵ atingisse US\$ 45 bilhões, ou seja, valor correspondente a cerca de cinco vezes o déficit observado em 2005.

TABELA 2
Composição e evolução da pauta de exportações brasileiras segundo intensidade tecnológica (2000-2009)
(Em %)

	Part. média 2000/08 (% do total)	Part. média 2005/08 (% do total)	Part. 2009 (% do total)	Var. 2009/2008 (%)
Total	100,0	100,0	100,0	-22,7
Produtos industriais ¹	79,0	76,3	68,4	-26,3
Indústria de alta tecnologia (I)	8,3	6,6	5,9	-21,4
Aeronáutica e aeroespacial	4,0	3,0	3,0	-25,2
Farmacêutica	0,7	0,7	1,0	4,6
Material de escritório e informática	0,4	0,3	0,1	-13,7
Equipamentos de rádio, TV e comunicação	2,6	2,2	1,3	-28,8
Instrumentos médicos de ótica e precisão	0,5	0,5	0,5	-16,4
Indústria de média-alta tecnologia (II)	22,5	22,8	17,8	-32,2
Máquinas e equipamentos elétricos n. e.	1,7	1,9	2,0	-20,6
Veículos automotores, reboques e semirreboques	9,7	9,8	6,1	-42,6
Produtos químicos, excl. farmacêuticos	5,1	4,9	4,9	-14,1
Equipamentos p/ ferrovia e material de transporte n. e.	0,3	0,4	0,2	-30,2
Máquinas e equipamentos mecânicos n. e.	5,7	5,9	4,6	-35,3
Indústria de média-baixa tecnologia (III)	18,8	19,6	16,2	-36,4
Construção e reparação naval	0,3	0,4	0,1	-92,3
Borracha e produtos plásticos	1,5	1,5	1,5	-19,2
Produtos de petróleo refinado e outros combustíveis	4,0	4,5	3,8	-39,0
Outros produtos minerais não-metálicos	1,5	1,4	1,0	-26,8
Produtos metálicos	11,5	11,9	9,8	-34,6
Indústria de baixa tecnologia (IV)	29,4	27,3	28,5	-15,1
Produtos manufaturados n.e. e bens reciclados	1,3	1,1	0,9	-24,6
Madeira e seus produtos, papel e celulose	5,9	5,0	4,4	-22,3
Alimentos, bebidas e tabaco	17,2	17,5	20,7	-10,3
Têxteis, couro e calçados	4,9	3,7	2,5	-31,3
Produtos não industriais	21,0	23,7	31,6	-13,7

Fonte: Secex /MDIC. Disponível na página eletrônica: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>.
Elaboração da autora.

25. Categorias de média-alta e alta intensidade tecnológica.

Conforme explicitado na tabela 2, a evolução da pauta de exportações, em termos de intensidade tecnológica dos produtos, vinha, até a eclosão da crise, mostrando duas tendências: *i*) em primeiro lugar, de ganho de peso dos produtos não industriais (compatível com a crescente participação dos produtos básicos e dos semimanufaturados); *ii*) e, em segundo lugar, de concentração nas categorias de média intensidade tecnológica, com redução do peso das categorias de alta e de baixa tecnologia.

Em 2009, a primeira tendência foi exacerbada e os produtos não industriais saltaram de 26%, em 2008, para 32%, do total exportado em 2009. No tocante à segunda tendência, ela não foi continuada: entre os produtos industriais, a única categoria a não perder espaço na pauta de exportações foi a de baixa intensidade tecnológica, o que correspondeu a uma reversão na queda de sua participação nas exportações totais, observada desde o início do milênio. Entre as demais categorias, a menor redução ocorreu para as exportações de produtos de alta intensidade, o que corresponde também a uma reversão na perda continuada de importância desses produtos no total. As categorias de média intensidade (alta e baixa) tiveram seus pesos respectivos reduzidos para 16% e para 18% relativamente ao ano anterior. A perspectiva para 2010, a partir dos dados referentes ao primeiro semestre do ano, é que haja uma recuperação dos setores de intensidade média e baixa tecnologia, em prejuízo das exportações dos produtos de maior conteúdo tecnológico.

Vale assinalar que, referente à produção doméstica, os setores de maior intensidade tecnológica foram aqueles que mais sofreram com a crise econômica internacional. Seu desempenho refletiu o patamar de investimento da economia, o qual foi afetado pela reversão das expectativas e pela retração do crédito. Porém, conforme ressaltam De Negri, Alvarenga e Santos (2009), esses setores têm sido também aqueles cuja produção mostrou mais rápida reação ao longo de 2009.

Por um lado, os setores de intensidade média tiveram suas participações reduzidas abruptamente, devido principalmente à retração das exportações de quatro segmentos: *i*) entre os de média-alta tecnologia, veículos automotores e máquinas e equipamentos; *ii*) e, entre os de média-baixa tecnologia, produtos metálicos e produtos de petróleo refinado. No primeiro semestre de 2010, no entanto, as exportações dessas classes tendem a aumentar devido ao comportamento dos setores mencionados, conforme já comentado.

Entre os setores de alta tecnologia, dois deles tiveram quedas de exportações significativas em termos absolutos em 2009: aeronáutica e aeroespacial e equipamentos de rádio, TV e comunicação. As estatísticas referentes às exportações desses produtos no primeiro semestre de 2010 indicaram uma continuidade na retração das vendas. Em compensação, a indústria farmacêutica foi a única a apresentar variação positiva em 2009.

O conjunto dos setores classificados como baixa tecnologia teve sua participação total aumentada na pauta, em virtude do relativo bom desempenho de alimentos, de bebidas e de tabaco. Os demais setores sofreram reduções bastante importantes, sobretudo têxteis, couros e calçados, cuja queda, em 2009, acentuou a perda de participação na pauta de exportações observada desde os anos 1990.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise financeira internacional de 2008 atingiu a economia brasileira em pleno ciclo de crescimento, para o qual as exportações vinham contribuindo de forma positiva e significativa. De fato, em 2008, o valor das exportações atingiu o recorde de US\$ 197 bilhões e, apesar de uma tendência de regressão da composição da pauta – desde meados da década –, todos os grupos de produtos exportados vinham beneficiando-se do bom momento do comércio internacional. Grande parte do crescimento das exportações foi atribuída à alta dos preços das *commodities*, que não somente aumentava o valor das exportações brasileiras desses produtos, como também estimulava a demanda, por parte de outros países produtores de *commodities*, pelos produtos manufaturados brasileiros.

A alta dos preços das *commodities* vinha sendo observada desde 2003, como consequência do aquecimento da demanda mundial, mas também em função de movimentos especulativos, que foram exacerbados com a degradação da situação financeira norte-americana e acabaram por gerar um movimento altista nos mercados das *commodities* nos meses que antecederam à deflagração da crise financeira internacional. Por consequência, os valores mensais das exportações atingiram índices recordes, entre maio e setembro de 2008. Essa alta base de comparação, resultante de um movimento especulativo associado à própria crise financeira, explica, juntamente à contração da demanda global e à retração do crédito, a forte queda dos fluxos de comércio no período subsequente. O impacto da crise foi maior para as exportações do que para as importações, e, entre os produtos exportados, os mais afetados foram aqueles de maior grau de elaboração.

Passados dois anos da eclosão da crise, os valores das importações e das exportações encontram-se apenas 10% abaixo dos níveis de pico de 2008. A resposta dos fluxos de comércio brasileiros foi relativamente rápida em termos de valor e, apesar das importações terem crescido relativamente mais do que as exportações (sobretudo em termos de *quantum*), por enquanto a balança comercial tem permanecido superavitária – ainda que o saldo seja decrescente.

Além do forte impacto no volume de comércio, a crise ocasionou bruscas mudanças na composição setorial e geográfica das exportações brasileiras que, com efeito, acentuaram certas tendências de especialização internacional

da economia já observadas no início da década. Tais mudanças pareciam, a princípio, conjunturais, mas se têm mostrado persistentes e acabam por reforçar o movimento de primarização da pauta exportadora brasileira, identificado por alguns autores desde o início da década. No que se refere à especialização setorial, poder-se-ia esperar, no imediato pós-crise, que as *commodities* teriam seu peso no total exportado reduzido em função de preços menos “inflados”. Esse efeito não foi observado, visto que os preços das *commodities*, apesar de uma razoável volatilidade (sobretudo para as *commodities* não agrícolas), voltaram a crescer e já se encontram em níveis comparáveis àqueles observados no primeiro semestre de 2008. As exportações de produtos manufaturados, por sua vez, não têm logrado retomar uma trajetória ascendente. Por consequência, as exportações de produtos básicos têm ganho espaço na pauta brasileira, puxados tanto pelos preços quanto pelas quantidades embarcadas. No primeiro semestre de 2010, seu peso na pauta de exportações brasileiras superou o dos produtos manufaturados.

No tocante à especialização geográfica, a composição da pauta exportadora, no pós-crise, tem dependido do desempenho econômico dos mercados de destino dos diferentes produtos exportados pelo Brasil. Nesse sentido, as vendas para a China e para outros países asiáticos têm se destacado por apresentarem um forte crescimento. O valor das exportações para a China cresceu 23%, relativamente a 2008, fazendo com que esse país se tornasse, em 2009, o primeiro mercado de destino das exportações brasileiras. As vendas para Índia e para Coreia do Sul também cresceram, mas os valores são bem inferiores. Por outro lado, parceiros tradicionais como Argentina, EUA e Chile perderam espaço no imediato pós-crise. Embora as vendas para a América do Sul estejam mostrando boa recuperação em 2010, os valores embarcados ainda se encontram abaixo daqueles observados em 2007 e 2008. No caso dos EUA, as vendas caíram de forma acentuada e a recuperação tem sido mais lenta. Como as vendas brasileiras para os diversos mercados têm perfis bastante diferenciados, o presente “rearranjo” geográfico parecer reforçar a especialização da pauta de exportações em produtos de menor valor agregado e revela uma aparente contradição, segundo a qual o mercado mais “dinâmico” das exportações brasileiras (no sentido de maiores taxas de crescimento) é um grande comprador de produtos de baixo “dinamismo” (no sentido de geração de valor).

A manutenção de tal tendência dependerá, de um lado, da evolução de fatores externos, como o ritmo de crescimento dos preços das *commodities* e a recuperação econômica dos parceiros comerciais brasileiros – que, por enquanto, tem evoluído no sentido de consolidar a tendência de primarização da pauta de exportações brasileiras. De outro, poderá resultar de decisões de política

econômica interna que, ao reconhecer os problemas associados a uma demasiada concentração das exportações em produtos de baixo valor agregado, fortaleçam as exportações de bens de maior valor agregado.

REFERÊNCIAS

BANCO MUNDIAL. **Swimming against the tide: how developing countries are coping with the global crisis.** Background paper prepared by World Bank Staff for the G20 finance Ministers and Central Bank governors meetings. Washington-DC: World Bank, mar. 2009.

BÁRCENA, A. Structural constraints on development in Latin America and the Caribbean: a post-crisis reflection. **Revista de la Cepal**, n. 100, p. 7-27, abr. 2010.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A. *et al.* **Economic crisis and global supply chains.** Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII), 2009. Document de travail, n. 2009-15.

BOÛET, A.; LABORDE, D. Assessing the potential cost of a failed Doha Round. **World Trade Review**, Cambridge University Press, vol. 9, n. 2, p. 319-351, abr. 2010.

BOWN, C. **Temporary trade barriers database.** Washington-DC: World Bank, maio 2010. Disponível em: <<http://econ.worldbank.org/ttbd>>. Acesso em: 15 ago. 2010.

_____. **Protectionism continues its climb: spike in “safeguard” use is major contributor to 12.1% global increase in industry demands for new import restrictions during second quarter of 2009.** Brandeis University/ Brookings Institution, jul. 2009. Disponível em: <http://people.brandeis.edu/~cbown/global_ad/monitoring/2009-07-23-Bown-GAD-Monitoring.htm>.

CALVO, G. La super-crisis subprime: claves para entenderla y navegarla. *In: Seminário da CAF: la crisis financiera global y su impacto em America Latina.* Caracas, 1 dez. 2008.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE (CEPAL). **El comercio internacional en América Latina y el Caribe en 2009: crisis y recuperación.** Santiago: CEPAL, 2009. (LC/L.3184-P).

DE NEGRI, F.; ALVARENGA, G.; SANTOS, C. Produção industrial por intensidade tecnológica: setores intensivos em tecnologia foram mais afetados durante a crise. **Radar**, Brasília: Ipea, n. 4, out. 2009.

FOOD AND AGRICULTURE ORGANIZATION (FAO). Aumento de los precios de los alimentos: hechos, perspectivas, impacto y acciones requeridas. *In*: FAO (Org.). **Conferencia de alto nivel sobre la seguridad alimentaria mundial**: los desafíos del cambio climático y la bioenergía. Roma: FAO, jul. 2008. Disponível em: <http://www.fao.org/fileadmin/user_upload/foodclimate/HLCdocs/HLC08-inf-1-S.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2010.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos Avançados**, vol. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

INTAL. Perspectivas de aumento dos preços dos alimentos durante a próxima década. **Carta mensal Intal**, Washington: BID/Intal, n. 167, 2010.

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

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

ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMERCIO (OMC). **World trade report 2009**: trade policy commitments and contingency measures. Genebra: OMC, 2009a.

_____. **Report to the TPRB from the director-general on the financial and economic crisis and trade related developments**. Genebra: OMC, 2009b.

REDRADO, M. *et al.* **Financialization of commodity markets**: nonlinear consequences from heterogeneous agent behavior. Buenos Aires: Banco Central de la Republica Argentina (BCRA), 2009. Working Paper, n. 2009-44. Disponível em: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/WP_2009_44i.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2010.

RIBEIRO, F. Uma breve avaliação dos primeiros impactos da crise sobre os fluxos de comércio exterior do Brasil. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro: Funcex, n. 75, 2009.

RIOS, S.; IGLESIAS, R. Respostas de política econômica e comercial à crise internacional: o caso do Brasil. **Breves Cindes**, n. 24, set. 2009.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

AGLIETTA, M. **La crise**. Paris: Michalon, 2008.

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

INTAL. Recessão e protecionismo “dentro das regras”: os riscos para o sistema multilateral de comércio. **Carta mensal Intal**, BID/Intal, n. 150, 2009a.

_____. Falta de financiamento ameaça comércio mundial. **Carta mensal Intal**, Washington: BID/Intal, n.152, 2009b.

KRUGMAN, P. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

NAIDIN, L.; GADELHA, F.; LEMME, M. A crise econômica, as políticas governamentais e o comércio internacional. **Pontes**, International Centre for Trade and Sustainable Development, vol. 5, n. 2, 2009.

ANEXO

TABELA A.1

Evolução do índice de preços das commodities (2003-2010)

(% acumulada)

	Índ. Preços <i>Commodities</i> (exceto petróleo)	Índ. Preços <i>Commodities</i> (inclusive petróleo)
2003jan./2007dez.	68.6	111.2
2007dez./2008jul.	30.2	39.9
2008jul./2008dez.	-32.2	-50.6
2008dez./2010jun.	14.9	33.9

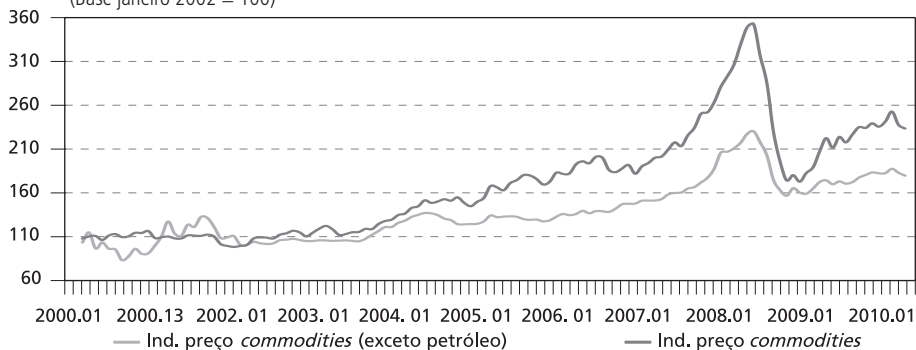
Fonte: Ipeadata. Disponível na página eletrônica: <www.ipeadata.gov.br>.

Elaboração da autora.

GRÁFICO A.1

Evolução do índice de preços das commodities, inclusive e exclusive petróleo (2000-2010)

(Base janeiro 2002 = 100)



Fonte: Ipeadata. Disponível na página eletrônica: <www.ipeadata.gov.br>.

Elaboração da autora.

TABELA A.2

Exportações brasileiras, segundo fator de uso e mercado de destino (2007-2010)

(Base janeiro 2002 = 100)

	2007		2008		2009		2010 1º semestre	
	US\$ milhões	Part.%	US\$ milhões	Part.%	US\$ milhões	Part.%	US\$ milhões	Part.%
<i>Produtos básicos</i>	51.596	100,0	73.028	100,0	61.957	100,0	38.686	100,0
Ásia (exclusive Oriente Médio)	14.917	28,9	23.694	32,5	25.255	40,8	17.439	45,1
União Europeia	18.190	35,3	21.697	29,7	16.197	26,1	9.076	23,5
Oriente Médio	3.263	6,3	4.601	6,3	4.401	7,1	2.627	6,8
Estados Unidos	4.870	9,4	6.262	8,6	4.068	6,6	2.661	6,9
Aladi	3.370	6,5	5.000	6,9	2.921	4,7	1.888	4,9
- Mercosul	710	1,4	1.074	1,5	617	1,0	596	1,5
- Aladi (exclusive Mercosul)	2.660	5,2	3.926	5,4	2.304	3,7	1.293	3,3
Caricom ¹	1.538	3,0	4.123	5,7	2.638	4,3	1.712	4,4
África (exclusive Oriente Médio)	1.583	3,1	2.250	3,1	2.197	3,6	1.136	2,9

(Continua)

(Continuação)

	2007		2008		2009		2010 1º semestre	
Europa Oriental	2.553	5,0	3.405	4,7	2.160	3,5	1.251	3,2
<i>Produtos semimanufaturados</i>	21.800	100,0	27.073	100,0	20.499	100,0	12.374	100,0
Ásia (exclusive Oriente Médio)	5.979	27,4	8.357	30,9	8.766	42,8	4.352	35,2
União Europeia	5.852	26,8	6.837	25,3	3.840	18,7	2.682	21,7
Estados Unidos	4.275	19,6	4.931	18,2	2.085	10,2	1.442	11,7
Aladi	1.309	6,0	1.633	6,0	986	4,8	754	6,1
- Mercosul	497	2,3	642	2,4	297	1,5	244	2,0
- Aladi (exclusive Mercosul)	812	3,7	991	3,7	689	3,4	510	4,1
África (exclusive Oriente Médio)	1.078	4,9	1.338	4,9	1.472	7,2	797	6,4
Oriente Médio	842	3,9	1.243	4,6	1.142	5,6	661	5,3
Europa Oriental	1.072	4,9	1.225	4,5	883	4,3	964	7,8
Aelc ²	693	3,2	744	2,8	690	3,4	444	3,6
Canadá	292	1,3	308	1,1	393	1,9	164	1,3
<i>Produtos manufaturados</i>	83.943	100,0	92.683	100,0	67.349	100,0	36.139	100,0
Aladi	31.550	37,6	36.395	39,3	25.945	38,5	15.432	42,7
- Mercosul	16.115	19,2	20.002	21,6	14.886	22,1	8.837	24,5
- Aladi (exclusive Mercosul)	15.435	18,4	16.393	17,7	11.058	16,4	6.595	18,3
União Europeia	16.317	19,4	17.641	19,0	13.680	20,3	7.356	20,4
Estados Unidos	16.054	19,1	16.321	17,6	9.463	14,1	4.840	13,4
África (exclusive Oriente Médio)	5.907	7,0	6.573	7,1	5.012	7,4	1.876	5,2
Ásia (exclusive Oriente Médio)	4.150	4,9	5.331	5,8	5.354	8,0	2.569	7,1
Oriente Médio	2.292	2,7	2.207	2,4	2.007	3,0	939	2,6
Canadá	1.814	2,2	1.297	1,4	1.099	1,6	582	1,6
Mercado Comum Centro-Americano ³	984	1,2	1.185	1,3	704	1,1	342	1,0
Demais da América	949	1,1	1.115	1,2	1.280	1,9	542	1,5
Caricom ¹	880	1,1	663	0,7	516	0,8	210	0,6
Total Geral	160.649	-	197.942	-	152.995	-	89.187	-

Fonte: Secex-MDIC. Disponível na página eletrônica: <<http://www.desenvolvimento.gov.br>>

Elaboração da autora.

- Notas: 1. Antiga Comunidade e Mercado Comum do Caribe, atual Comunidade do Caribe ou Comunidade das Caraíbas;
 2. Associação Europeia de Livre Comércio, formada por dois países alpinos: Liechtenstein e Suíça (os quais são para-ísos fiscais); e dois países nórdicos, Noruega e Islândia;
 3. Formado pelos países da América Central: Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicarágua e El Salvador.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Ipea 2011

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Marco Aurélio Dias Pires

Everson da Silva Moura

Revisão

Luciana Dias Jabbour

Reginaldo da Silva Domingos

Andressa Vieira Bueno (Estagiária)

Leonardo Moreira de Souza (Estagiário)

Editoração

Bernar José Vieira

Claudia Mattosinhos Cordeiro

Jeovah Herculano Szervinsk Júnior

Luís Cláudio Cardoso da Silva

Aline Rodrigues Lima (Estagiária)

Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

Livraria do Ipea

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo

70076-900 - Brasília - DF

Tel.: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

