

A crise financeira internacional e a atuação do Estado nacional: a originalidade do caso brasileiro¹

The international financial crisis and the performance of the national state: the originality of the Brazilian case

WILLIAM VELLA NOZAKI | willnozaki@gmail.com

Doutorando e mestre em desenvolvimento econômico (IE-UNICAMP); bacharel em ciências sociais (FFLCH-USP); pesquisador-bolsista do PNPd-IPEA no projeto Arquitetura Financeira Internacional.

Recebimento do artigo 22-fev-11 | **Aceite** 24-mai-11

Resumo O presente artigo aborda a atuação do Estado-nacional e a implementação de políticas econômicas anticíclicas no combate à crise financeira internacional de 2008. Partindo das idéias minskyanas de Big Bank e de Big Government busca-se enfatizar a existência de distintos padrões de intervenção governamental nos países centrais e nos países emergentes. Para tal propósito apontam-se, de forma resumida, algumas medidas colocadas em prática, principalmente, nos EUA, e analisam-se, de forma mais detida, as políticas cambial, monetária, fiscal e creditícia aplicadas no caso do Brasil no biênio 2008-2010. **Palavras-chave** crise financeira, política econômica, economia brasileira.

Abstract This paper investigates the performance of State implementation of countercyclical economic policies in combating financial crisis of 2008. Based on the ideas of Big Bank and Big Government seeks to emphasize the existence of distinct patterns of government intervention in developed countries and emerging countries. For this purpose it was pointed out some measures put into practice, especially in the U.S., and analyzes the exchange, monetary, fiscal and credit policies applied in the case of Brazil in the 2008-2010 biennium. **Keywords** financial crisis; economic policy; Brazilian economy.

1 O autor agradece as sugestões feitas pelo parecerista anônimo da Oikos, e deixa também registrado o agradecimento a Rodrigo Pimentel Leão, com quem discutiu preliminarmente as idéias expressas no texto. Desnecessário dizer: a permanência de eventuais deslizes é de minha inteira responsabilidade.

Introdução

A globalização tem transformado substancialmente a dinâmica macroeconômica e os arranjos institucionais financeiros dos países. A combinação entre a desregulamentação dos mercados (através da livre mobilidade de capitais e da alta volatilidade das taxas de câmbio e juros) e a expansão das inovações financeiras (por meio do avanço das securitizações e da especialização das operações com derivativos) foram, em última instância, responsáveis pelas crises de liquidez, solvência e balanço de pagamentos que se intensificaram pela economia internacional nas últimas décadas.

Nesse sentido, a crise financeira internacional recente pode ser encarada como a manifestação do paroxismo de uma economia em que padrão de crescimento e volatilidade financeira se apresentam como duas faces da mesma moeda.

Diante do pêndulo crescimento-instabilidade torna-se de fundamental importância a reflexão acerca das relações entre o Estado e as finanças, além disso, os diferentes ritmos de recuperação dos países têm exigido reflexões comparadas sobre as distintas formas de intervenção do Estado-nacional no circuito financeiro internacional². Chama a atenção, sobretudo, a maneira como certos países centrais encontraram maiores obstáculos para contornar a crise, diante do relativo sucesso das iniciativas de certos países em desenvolvimento.

Desse modo, a crise financeira conduziu a, pelo menos, dois conjuntos de reflexões importantes: em primeiro lugar, ela promoveu a rediscussão sobre os riscos e incertezas inerentes a um mercado financeiro global desregulado, trazendo um debate acerca do papel do Estado e das políticas econômicas anticíclicas nesse contexto; e, em segundo lugar, ela explicitou diferentes respostas e distintas velocidades de recuperação da crise, destacando certas iniciativas oferecidas pelos países emergentes.

Entre 2008 e 2010, o consenso acerca do papel estabilizador de políticas monetárias restritivas e políticas fiscais austeras foi substituído, ainda que temporariamente, pela defesa da intervenção do Estado no mercado através das mais variadas

2 Como alertou Minsky (2009, pp. 318-9): "o primeiro teorema da hipótese da instabilidade financeira é que a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável, e regimes de financiamento que a tornam instável. O segundo teorema da hipótese da instabilidade financeira é que, ao longo de períodos de prosperidade prolongada, a economia transita das relações financeiras que contribuem para um sistema estável para relações financeiras que contribuem para um sistema instável (...). A hipótese afirma que os ciclos econômicos da história são compostos (i) pela dinâmica interna da economia capitalista, e pelo (ii) sistema de intervenções e regulamentações que são projetados para manter o funcionamento da economia dentro de limites razoáveis.

formas de políticas anticíclicas. No entanto, a maneira como países desenvolvidos, sobretudo os EUA, e países em desenvolvimento, como por exemplo o Brasil, reagiram à crise respondeu a certas diferenças causadas tanto pelo paradigma de crescimento adotado nos anos pré-crise quanto pelos distintos graus de complexidade do mercado financeiro e de capitais desses países, além das próprias diferenças relacionadas aos arranjos institucionais responsáveis pela gestão da política econômica.

Como indicou Minsky, diante das possibilidades de crises em um ambiente econômico intrinsecamente instável certas formas de intervenção são fundamentais, merecem destaque: (i) a atuação do Banco Central como um emprestador de última instância, injetando liquidez no mercado em geral e refinanciando as empresas em particular de forma a minimizar ou contornar o impacto das crises, como um Big Bank; (ii) e a intervenção do Governo Central como um coordenador e promotor de investimentos e aplicações sustentando o mercado por intermédio de déficits fiscais a fim de evitar ou adiar depressões, como um Big Government. No entanto, o modo como essas iniciativas podem ser utilizadas e combinadas depende do cenário macroeconômico e político em que se encontram os países.

No caso da crise recente, enquanto nos países centrais (e principalmente nos EUA) prevaleceu a atuação do Big Bank, nos países em desenvolvimento (e notadamente no Brasil) a intervenção do Big Government como coordenador de políticas fiscais e creditícias parece ter sido mais relevante.

Nesse sentido, o presente artigo pretende discutir em que medida as políticas fiscal e creditícia implementadas pelo governo brasileiro foram responsáveis para a relativamente rápida recuperação da economia nacional, sobretudo quando comparadas com as políticas monetária e cambial. Não se trata de reduzir a importância dessas duas últimas, que tiveram relevante atuação emergencial, mas de destacar a determinação daquelas primeiras na condução de uma recuperação mais duradoura.

Para tanto, o artigo divide-se em mais três seções além dessa introdução. Na segunda seção aborda-se a maneira como a crise financeira desencadeou a atuação dos governos e bancos centrais a partir de uma ruptura com os modelos de auto-regulação do mercado, sobretudo nos países centrais; na terceira seção apontam-se os impactos econômicos e as respostas políticas da crise financeira na economia brasileira, primeiro em âmbito cambial e monetário, na sequência em âmbito fiscal e creditício; na quarta seção oferecem-se algumas breves conclusões sobre as peculiaridades da atuação do Big Government e do Big Bank na crise em geral, e no caso brasileiro em particular.

A crise financeira e as políticas econômicas anticíclicas nos países centrais

A crise financeira de 2008 tornou evidente, diante do problema da falta de liquidez internacional, que os princípios da austeridade monetária e fiscal podem ser substituídos pela emissão de moedas e pela inoculação de dinheiro público em quantidades surpreendentes no circuito monetário-financeiro. Como já se apontou na introdução, destacaram-se as atuações do Big Bank e do Big Government com a seguinte perspectiva: “se o Grande Governo estabiliza a produção, o emprego e os lucros por meio de seu próprio déficit, o financiador de última instância estabiliza os valores dos ativos e dos mercados financeiros (...). Se o Grande Governo opera sobre demanda agregada, superávits setoriais, e incrementos de obrigações governamentais nas carteiras, o financiador de última instância trabalha sobre o valor da estrutura herdada dos bens e o refinanciamento disponível para várias carteiras de investimento” (MINSKY, 2010, p. 87). Nesse sentido, é importante apontar alguns mecanismos de intervenção estatal dos países centrais, sobretudo os EUA, na crise recente.

Na passagem de 2007 para 2008, diante dos primeiros sinais de perdas nos balanços de grandes bancos privados dos principais *players* internacionais, os Bancos Centrais dos EUA, Inglaterra, Japão, União Européia, Suíça, Suécia e Canadá articularam a primeira medida coordenada para promover uma injeção de liquidez no mercado global. Ao longo daquele ano, a divulgação de novas perdas e o rebaixamento dos *ratings* de importantes instituições financeiras acentuou ainda mais a deterioração das expectativas.

Nos EUA, a falência de um tradicional banco de investimentos, o Bear Stearns, e a desvalorização de uma importante instituição financeira, o JP Morgan Chase, só foram contornadas graças à intervenção do governo e à atuação do Federal Reserve (Fed), através da oferta de garantias em torno de US\$ 29 bilhões. Mais adiante, as dívidas das agências público-privadas de crédito imobiliário, Fannie Mae e Freddie Mac, estimadas em respectivamente US\$ 800 bilhões e US\$ 740 bilhões, acabaram sendo contornadas graças à aprovação de um pacote de ajuda governamental contemplando empréstimos e compra de ações das duas instituições por parte do Estado.

Nada disso, entretanto, evitou que em setembro de 2008 a crise revelasse sua natureza sistêmica. A falência do banco Lehman Brothers e da seguradora AIG,

assim como a aquisição do Merrill Lynch pelo Bank of America e a fusão do Goldman Sachs com o Morgan Stanley intensificaram a desconfiança dos investidores e emperraram as operações interbancárias, iniciando um movimento de pânico que não tardou em se espalhar para as diversas instâncias do mercado global. Nesse rápido percurso as grandes instituições financeiras (bancárias e não-bancárias) se viram diante da necessidade de buscar aportes de capital cada vez maiores e mais custosos, tornando-se clientes assíduas tanto dos fundos soberanos quanto do capital público oferecido pelo Estado.

No começo de 2009 o governo dos EUA anunciou um novo Plano de Estabilidade Financeira prevendo: aportes de capital do Tesouro para as instituições bancárias que não conseguissem levantar capital junto aos investidores privados e saneamento das carteiras de ativos ilíquidos do sistema bancário, num montante que poderia variar de US\$ 500 bilhões a US\$ 1 trilhão (BERNANKE, 2009).

Nesse sentido, torna-se claro como na etapa atual do capitalismo as crises são administradas colocando-se o capital público a serviço da riqueza financeira e dos patrimônios privados, em uma manifestação parecida com aquela preconizada por Bagehot e desenvolvida por Minsky.

Nesse caso, o Estado e seus órgãos financeiros próprios não operam apenas protegendo as instituições sem liquidez e descartando as insolventes, à moda de um *lender of last resort* (emprestador de última instância). Mais do que isso, atualmente, essa atuação coloca o conjunto das políticas econômicas e das finanças públicas a serviço da reprodução da riqueza financeira, como um *market maker of last resort*, formador do mercado em última instância (BUIITER, 2007).

Em suma, não apenas a atuação dos Estados é fundamental para prevenir as crises como ela é imprescindível para minimizá-las. A ação de um *Big Bank* (banco central atuando como empréstador de última instância e formador de mercado em última instância) e de um *Big Government* (governo atuando através de políticas fiscais, creditícias, setoriais e sociais anti-cíclicas) estiveram presentes nos países centrais durante essa crise. Mas aquela primeira forma de ação pode ser considerada predominante no caso dos EUA³.

Não deve haver engano quanto ao papel fundamental do Estado e dos Bancos Centrais na sustentação de uma economia estruturalmente instável. Se, por

3 É importante destacar que há também divergências na intensidade da atuação das autoridades monetárias dos países centrais. Enquanto a intervenção do Federal Reserve americano foi mais incisiva, a atuação do Banco Central europeu foi comparativamente mais tímida.

um lado, a preocupação com os limites das políticas excepcionais é legítima, por outro lado, elas não podem se converter em uma preocupação prematura com o aumento dos déficits fiscais e com a expansão da dívida pública interna em países como os EUA e a própria Europa.

Diante das medidas anticíclicas acima listadas o endividamento do sistema financeiro privado foi, em parte, substituído pelo endividamento do setor público. Lamentavelmente, na passagem de 2009 para 2010, esse desencadeamento serviu como base para a oposição às discussões sobre a necessidade de reformas e regulamentações na arquitetura financeira internacional em benefício da ressurreição da defesa de políticas monetárias e fiscais restritivas e austeras. Novamente a intervenção do Estado e os gastos públicos voltaram a ser tratados como causa da crise, quando na realidade eles são antes consequência das operações de salvaguarda realizadas pelo Estado para que o mercado financeiro pudesse reativar seu funcionamento, o que, vale ressaltar, só acontecerá por um período maior de tempo se a atuação estatal continuar presente.

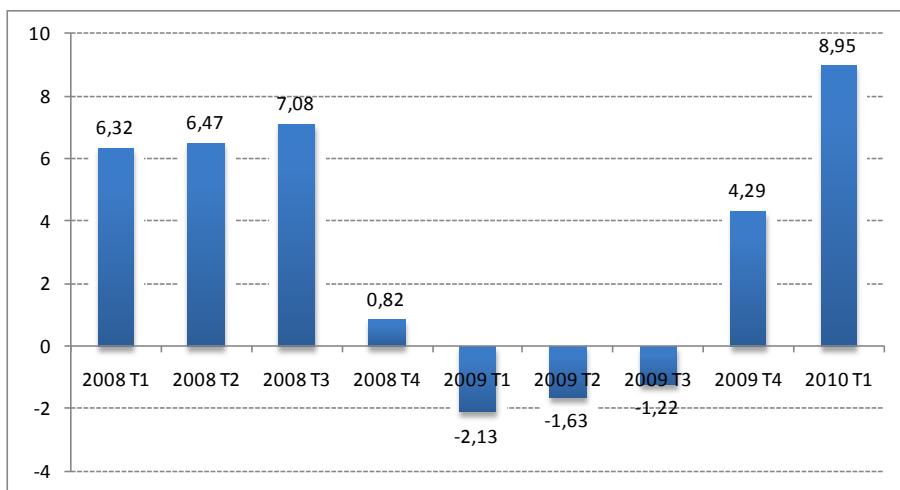
A crise financeira e as políticas econômicas anticíclicas no Brasil

Nos últimos anos, a economia brasileira esteve exposta às flutuações dos fluxos financeiros, comerciais e produtivos internacionais. Pelo lado externo, o país foi impulsionado, pela crescente demanda comercial asiática (sobretudo chinesa) e pela subida das cotações financeiras das commodities (na esteira das bolhas americanas). Pelo lado interno, o aquecimento do mercado doméstico a partir do fortalecimento do sistema bancário e creditício e de medidas de redistribuição de renda teve papel importante. Desse modo, o crescimento do PIB nacional alicerçou-se no aumento da exportação (sobretudo para a Ásia) e na ampliação do consumo (principalmente via crédito).

Mas, a despeito dos diversos canais de contágio, no caso do Brasil, a recuperação da economia já se manifestou no último trimestre de 2009, quando o PIB nacional retomou a trajetória de forte crescimento, interrompida no final de 2008. Como aponta o Gráfico 1, se até o terceiro trimestre de 2008, o Brasil vinha alcançando taxas de crescimento do PIB superiores a 6%, com a ascensão da crise financeira internacional, essas taxas desabaram, atingindo valores negativos nos três primeiros trimestres de 2009. Contudo, no quarto trimestre de 2009 e no primeiro

de 2010, o PIB voltou a se expandir com vigor atingindo um crescimento, respectivamente, de 4,3% e 9%, de maneira que no primeiro trimestre de 2010 o avanço retoma sua trajetória em patamar mais elevado do que no período pré-crise.

Gráfico 1 | Evolução trimestral da taxa de crescimento PIB brasileiro
2008-2010 (em % a.a.)



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria

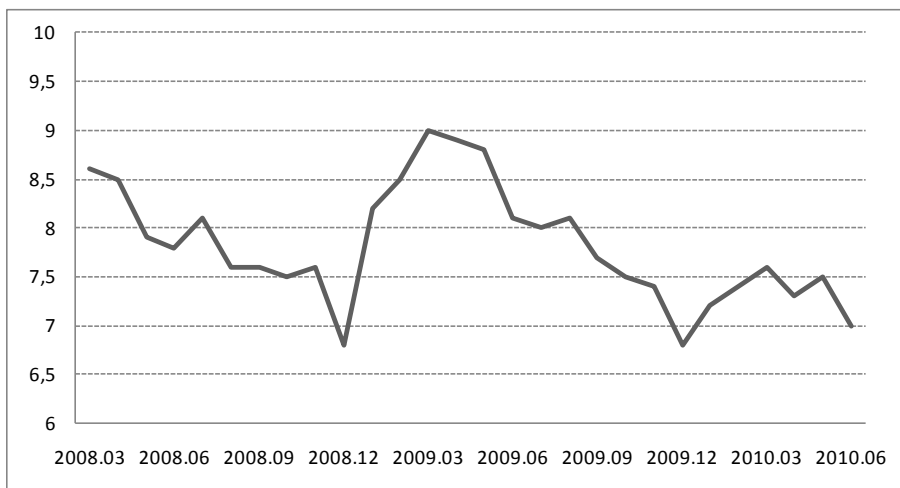
Como resultado da retomada de crescimento do PIB, as taxas de desemprego (nas regiões metropolitanas) caíram significativamente entre o segundo semestre de 2009 e o primeiro de 2010 (ver Gráfico 2).

Tais resultados refletem, em alguma medida, o sucesso de medidas de política econômica anticíclica, mas são também frutos do padrão de desenvolvimento econômico brasileiro que retomou sua trajetória de crescimento, sobretudo, a partir de 2004.

Desse modo, fica claro observar que, a partir do último trimestre de 2009, a economia brasileira ensaiou seus primeiros sinais de recuperação, que foram consolidados no primeiro trimestre de 2010. Para alguns analistas, as causas apontadas para a rápida melhora tem sido a própria recuperação do cenário externo⁴.

4 Embora a recuperação do cenário externo, sobretudo da região asiática (com destaque para China e Índia), seja um fator importante para que se possa compreender a própria recuperação brasileira, por uma questão de escopo a análise concentra-se no papel exercido pelas políticas econômicas implementadas no país.

Gráfico 2 | Evolução mensal da taxa de desemprego das regiões metropolitanas brasileiras 2008-2010 (meses selecionados, em %)



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria

Mas o ponto central parece situar-se no êxito das políticas econômicas anticíclicas implementadas pelo governo: como as medidas emergenciais adotadas pelo Banco Central do Brasil e pelo Ministério da Fazenda, com a liberação de parcela dos compulsórios dos bancos, tanto desobrigando da aplicação em títulos do tesouro como autorizando seu uso na aquisição de carteiras de crédito de instituições financeiras em dificuldade; como a realização de leilões de moeda estrangeira, o reforço da carteira de bancos oficiais além das isenções tributárias (como do IPI de automóveis, eletrodomésticos e construção civil, e do IOF para créditos a pessoas físicas); bem como as ações dos bancos públicos (CEF, BB e BNDES) que ampliaram de maneira importante o volume de crédito para o financiamento de grandes montantes de investimentos, tanto em obras sociais – setor de habitação, por exemplo – como na realização de projetos de infraestrutura e de expansão da estrutura produtiva. Nem todas essas medidas, no entanto, tiveram o mesmo impacto para a amenização da crise no país.

As políticas cambial e monetária: avanços e limites do Big Bank brasileiro

Como foi demonstrado acima, durante o auge da crise financeira, os atores privados reagiram à incerteza buscando proteger seus patrimônios com a aquisição de ativos de maior liquidez, notadamente o dólar e os títulos públicos americanos. Por isso, entre agosto e setembro de 2008 o real teve uma desvalorização de 22,8% frente ao dólar (ver Gráfico 3), fato que motivou o Banco Central do Brasil a empreender esforços expressivos para evitar e minimizar a difusão da crise pelo país: tanto mediante a utilização das reservas internacionais como por meio da utilização de instrumentos de derivativos cambiais.

Gráfico 3 | Evolução mensal da taxa de câmbio no Brasil
2008-2010 (em R\$/US\$)



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria

Entre setembro e dezembro de 2008, as operações com derivativos cambiais, feitas por empresas e bancos que apostaram na valorização do real, atingiram algo em torno de US\$ 38 bilhões. Diante dos primeiros indícios das proporções que tomava o problema, em outubro daquele ano, houve um princípio de corrida bancária, afetando, sobretudo, os bancos médios e pequenos que estiveram sujeitos ao aumento acelerado no número de saques. Nesse período, calculou-se que

cerca de US\$ 30 a 40 bilhões transitou dos bancos médios para os grandes bancos (TORÓS, 2009).

A primeira reação do Banco Central do Brasil, a fim de contornar a situação dos bancos médios e pequenos foi patrocinar a liberação dos depósitos compulsórios em US\$ 13,2 bilhões, valor que logo foi ampliado para um montante de US\$ 100 bilhões. A diminuição do recolhimento e a permissão para a utilização do compulsório garantiram, em um primeiro momento, a liquidez necessária para que o mercado bancário não experimentasse uma bancarrota. Além disso, foram tomadas medidas de incentivo para que os grandes bancos pudessem adquirir a carteira dos pequenos e médios (CHIANAMEA; CALIXTRE; CINTRA, 2010).

Em dezembro de 2008 o país sofreu um ataque especulativo, promovido por um fundo de *hedge*, estimado em US\$ 5 bilhões. O objetivo dos especuladores era drenar o máximo possível de dólares do país fazendo com que a taxa cambial se aproximasse da casa dos três reais por dólar, o que obrigaria o Banco Central do Brasil a disponibilizar parcela significativa das reservas cambiais para proteger a moeda nacional. No princípio daquele mês, a taxa de câmbio atingiu a máxima de R\$ 2,62 por dólar, o Banco Central do Brasil reagiu anunciando leilões de venda de dólar no mercado à vista e negociações cambiais no mercado de futuros, em um total de US\$ 2,3 bilhões, que foi suficiente para romper a lógica de especulações contra o real (TORÓS, 2009).

As reservas internacionais foram utilizadas para que o Banco Central do Brasil pudesse realizar empréstimos a bancos comerciais em moeda estrangeira, recebendo como garantia contratos de adiantamento de câmbio ou títulos públicos brasileiros, em um total de US\$ 4,7 bilhões. Além disso, entre o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009, o Banco Central do Brasil lançou mão de US\$ 63,1 bilhões de reservas internacionais em intervenções no mercado de *swaps* cambiais (CHIANAMEA; CALIXTRE; CINTRA, 2010).

Em resumo, decisões importantes foram tomadas no que se refere à gestão do câmbio por parte do banco central: as intervenções cambiais com a utilização das reservas internacionais por meio de operações de venda de dólares no mercado à vista, além da realização de leilões de venda com compromisso de recompra. Tais iniciativas contribuíram para a manutenção do crescimento do mercado interno e para minimizar o impacto de oscilações cambiais, no curto prazo, como as ocorridas na década de 1990. Sendo assim, entre o final de 2008 e o começo de 2009 a política cambial, e de utilização das reservas, mais ativa denotou a atuação do Banco Central do Brasil como um *lender of last resort*.

No que se refere à gestão da moeda, como se demonstra no Gráfico 4, destacou-se a queda da taxa básica de juros, que diminuiu de 13,75% a.a. em janeiro de 2009 para 8,75% a.a. em junho daquele mesmo ano. Apesar disso, antes de se evidenciar a crise financeira global, o Banco Central do Brasil havia iniciado uma trajetória de elevação da taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), passando de 11,25% para 13,75% em setembro, a fim de conter uma suposta pressão inflacionária decorrente da elevação internacional dos preços das *commodities* e da subida doméstica dos preços dos alimentos. Essa evolução é atestada pelo Gráfico 4, que mostra um aumento da taxa efetiva da Selic entre maio e dezembro de 2008, de 11,63% para 12,66%, e uma queda no período subsequente, fazendo com que o valor em março de 2010 fosse de 8,65%.

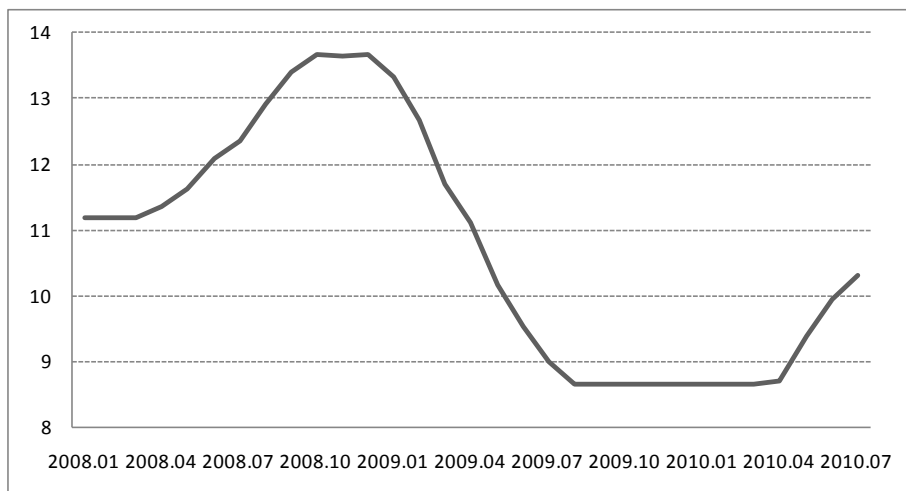
Segundo Araujo e Gentil (2010, p. 8-9) “a política contracionista implementada pelo [Banco Central do Brasil] teria sido particularmente prejudicial aos bancos de pequeno e médio porte, ao encarecer o custo de suas captações, levando-os a assumir posições mais frágeis ao vincular empréstimos nas modalidades de capital de giro a operações com derivativos de dólar, até então com custo baixo”. Além disso, a taxa de juros brasileira esteve entre as mais altas do mundo em todo o período pré e pós-crise. Ainda que tenha havido redução da taxa de juros no Brasil, a intensidade e a velocidade com que ela se deu foi inferior à observada nos demais países latino-americanos.

Diante do exposto, tanto a afirmação, feita por alguns analistas, de que a política monetária e cambial foi muito leniente quanto a afirmação de que ela foi de importância fundamental parecem excessivas. O mais lícito é admitir que elas tiveram relevância emergencial no curto-prazo, mas não foram suficientes para sustentar a recuperação e o crescimento no longo-prazo.

Sendo assim, o impacto dos juros sobre o câmbio acabou minimizando, no médio prazo, as intervenções feitas pelo próprio banco central, no curto prazo. Pois, a despeito das intervenções, houve uma forte desvalorização da moeda, entre junho de 2008 e dezembro de 2008, quando a taxa de câmbio saiu de 1,63 reais por dólar para alcançar 2,51 reais por dólar, seguida de uma tendência à sobrevalorização a partir do segundo trimestre de 2009. Ainda que esse ritmo de oscilações fosse relativamente menor em comparação com períodos anteriores de crise no Brasil, a valorização recente seguiu sendo uma das maiores entre os países emergentes.

Em março de 2010, retrocedendo em suas decisões face à crise, o Banco Central do Brasil deu início, novamente, à trajetória de subida da taxa de juros.

Gráfico 4 | Evolução mensal dos juros efetivos (Selic)
2008-2010 (em % a.a.)



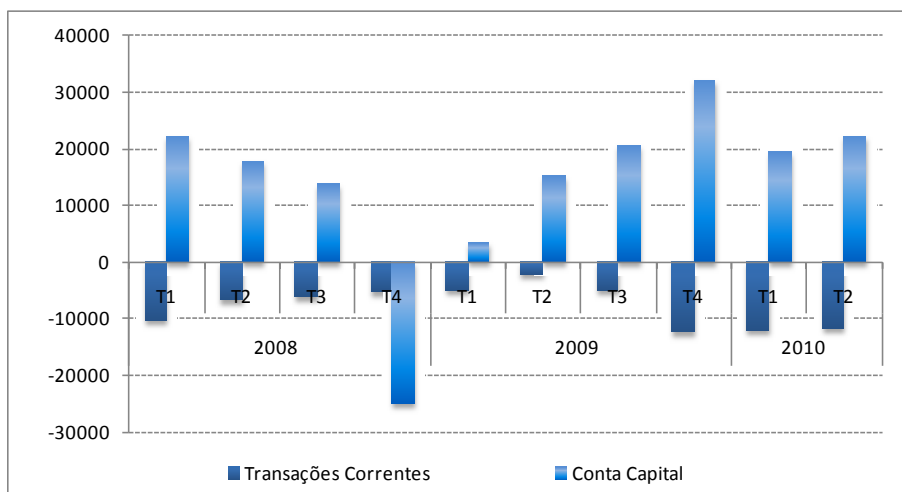
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

Persistindo a tendência de alta dos juros, o aumento do crédito e o avanço do crescimento econômico, apesar da expansão por que passam, podem não atingir toda sua potencialidade; permanecendo a valorização cambial, ainda que as reservas internacionais continuem sendo recompostas, a reprimarização da pauta exportadora brasileira torna-se um risco, além disso o déficit em transações correntes pode se acentuar recolocando o problema do financiamento do balanço de pagamentos brasileiro no médio prazo⁵ (ver Gráfico 5).

No que se refere ao mercado interno, a substituição da variável consumo pela variável investimento é que pode indicar, no longo-prazo, a capacidade de sustentação do crescimento conquistado após a recuperação da crise.

5 O Gráfico I, apresentando no Anexo, mostra que, justamente no período de recuperação da economia brasileira, as transações correntes viram suas contas se deteriorarem ainda mais, sendo compensadas graças aos acúmulos de recursos na conta capital.

Gráfico 5 | Evolução trimestral das contas corrente e capital do balanço de pagamentos
2008-2010 (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

Em resumo, embora a política cambial, no curto prazo, tenha atuado no sentido de corroborar a atuação da autoridade monetária brasileira como um *Big Bank*, no longo prazo a flutuação cambial no sentido da valorização e a política monetária de juros elevados acabaram impondo limites à própria eficácia do conjunto das políticas aplicadas.

As políticas fiscal e creditícia:
avanços e limites do Big Government brasileiro

A implementação de políticas fiscais anticíclicas também foi relevante para que a crise não atingisse proporções maiores no Brasil, parte delas, inclusive, atuou no sentido de compensar os efeitos negativos dos juros elevados e do câmbio valorizado. Dentre as políticas com maior impacto sobre a reativação da economia destacaram-se algumas de cunho social: os gastos públicos de reajuste do salário mínimo e com transferências de renda.

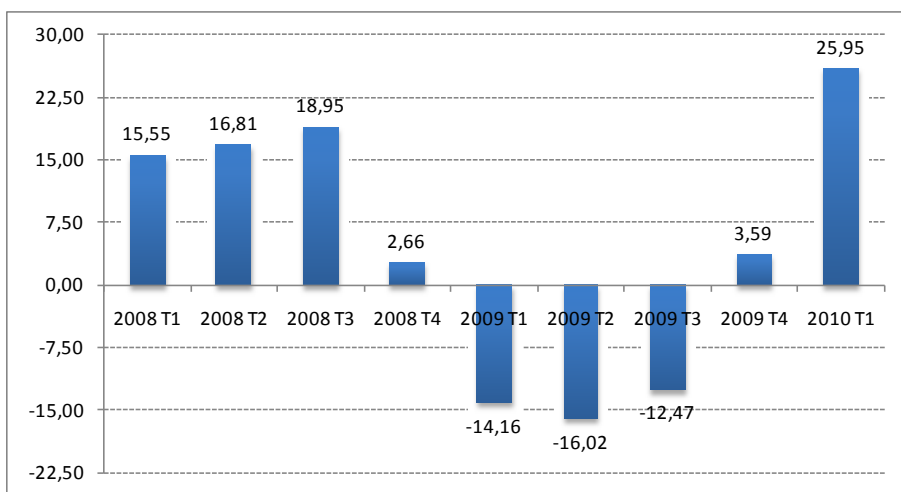
A expansão desses gastos, especialmente do salário mínimo, possibilitou a manutenção do consumo, em especial das classes sociais mais baixas, minimizando os efeitos restritivos impostos pela crise. No começo dos últimos três anos, em especial no biênio 2009/2010, houve um forte reajuste do salário mínimo que re-

gistou um crescimento de 15% do valor real entre março de 2009 e julho de 2010. Desse modo, o consumo estimulado tanto pelo aumento da renda quanto pela melhora na sua distribuição atuou como um importante ativador da demanda durante a crise, induzindo posteriormente o próprio investimento.

Ademais, a manutenção dos grandes investimentos do setor público planejados, principalmente no âmbito da Petrobras e do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) foram também importantes para que a rota de recuperação se iniciasse já em 2009.

Ainda que, no Brasil, os investimentos públicos possam ser considerados aquém da necessidade de infra-estrutura, sobretudo no que se refere a energia e transportes, eles avançaram substancialmente e podem ser considerados os responsáveis pela ampliação da formação bruta de capital fixo, posto que depois de 2008 a tendência à desaceleração da taxa de investimento privado foi substituída pela ascensão da taxa de investimentos públicos, com destaque para as empresas estatais, de maneira que já no primeiro trimestre de 2010 a evolução da taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo atingiu o patamar de 25,95%.

Gráfico 7 | Evolução trimestral da taxa de crescimento da FBCF
2008-2010 (em % a.a.)



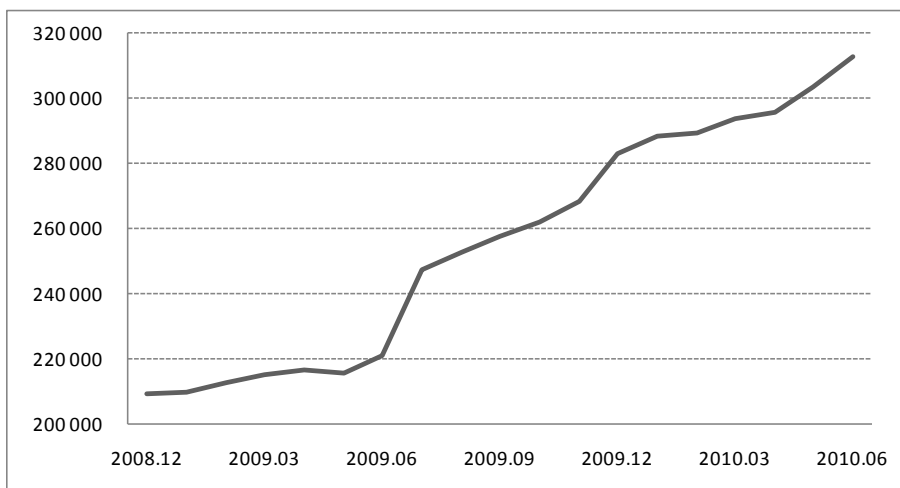
Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria

Mas além dos itens acima mencionados, merecem atenção também as medidas de desoneração fiscal, como a redução do Imposto sobre Produtos Indus-

trializados (IPI) de automóveis, eletrodomésticos e construção civil, e do IOF para créditos a pessoas físicas. Apesar de esse conjunto de desonerações não ter atingido uma expressiva parcela do PIB, algo em torno de 0,3%, eles se mostraram importantes incentivos para a manutenção e ampliação do consumo, mas também serviram como estímulos para o investimento privado que sem eles poderia ter se desacelerado em maior velocidade.

No que diz respeito à política creditícia, mesmo diante da flexibilização dos compulsórios e das medidas descritas no item acima, muitos bancos optaram menos pela oferta de crédito e mais pelo “empoçamento” de liquidez e pela busca de títulos públicos. Como tais alterações não resultaram no efeito esperado, os grandes bancos públicos federais (CEF, BB e BNDES) foram os responsáveis pela sustentação do mercado creditício brasileiro, uma vez que a expansão do crédito público ocorreu de forma mais acentuada e acelerada do que o avanço do crédito privado.

Gráfico 8 | Evolução mensal das operações de crédito do BNDES
2008-2010 (meses selecionados, em R\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

A propósito, o apoio financeiro do BNDES foi bastante relevante para viabilizar a compra de empresas no exterior por parte de empresas brasileiras e para financiar fusões e aquisições entre empresas nacionais, o Gráfico 8 apresenta a evolução do montante de créditos disponibilizado pelo BNDES para essas e ou-

tras operações, sua trajetória continuamente ascendente explicita a atuação anticíclica do Banco ao longo de todo o período de turbulência internacional.

Como indica ALMEIDA (2009), no caso do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, a orientação do governo no sentido de que essas instituições ampliassem sua oferta de crédito e financiamento convergiu com o aumento da capacidade de captação de recursos, dado a preferência da população por manter, no momento da crise, seus recursos junto aos bancos oficiais; além disso, os créditos agrícola e habitacional fornecidos por esses bancos foram de fundamental importância para que a atividade econômica não apresentasse níveis de retração mais severos.

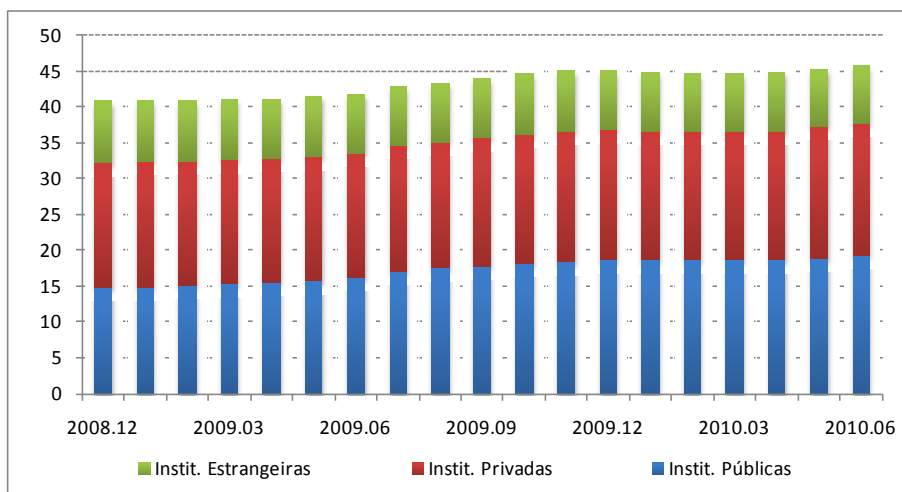
O Banco do Brasil elevou o crédito oferecido a consumidores e empresas, em especial para operações relacionadas a comércio exterior e crédito rural, minimizando os efeitos do corte de crédito realizado pelos bancos privados, sobretudo entre o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009. Além disso, intensificou a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias, avançou no processo de aquisição de três bancos estaduais e adquiriu grande participação no banco Votorantim. O Banco também promoveu corte nas taxas de juros em diversas modalidades de crédito.

A Caixa Econômica Federal, por seu turno, aproveitou o cenário para fazer avançar sua tradicional atuação no financiamento habitacional de saneamento básico e infra-estrutura urbana. Para isso atuou expandindo linhas de crédito, reduzindo taxas de juros (MENDONÇA E DEOS, 2010, p. 63-4).

Desse modo, “a medida anticíclica mais destacada não veio nem da área fiscal, nem da política monetária ou de liquidez, a despeito da inegável relevância de cada uma delas. Veio, sim, da orientação que o governo transmitiu aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos” (ALMEIDA, 2010, p. 17).

No início da crise o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total, em fevereiro de 2010 esse número atingia a casa de 41%, precisamente em um cenário em que os bancos privados desaceleravam e contraíam os seus financiamentos. Também em função dessa forte atuação dos bancos, as operações de crédito em relação ao PIB cresceram de forma muito acelerada entre dezembro de 2008 e junho de 2010. Enquanto no primeiro período as operações de crédito representavam 40,8% do PIB, no segundo, esse percentual saltou para 45,7% por causa do crédito das instituições públicas que se expandiram, nesse ínterim, de 14,8% do PIB para 19,8% do PIB (ver Gráfico 9).

Gráfico 9 | Evolução mensal das operações de crédito do sistema financeiro nacional
2008-2010 (meses selecionados, em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

Certamente, esse princípio de recuperação apresentado entre 2009 e 2010 não se deveu ao fim dos efeitos deletérios da crise financeira internacional⁶, e ainda que por trás dela haja um componente do cenário externo fundamental – o restabelecimento da demanda por produtos latino-americanos e brasileiros, principalmente *commodities* agrícolas e minerais por parte dos países asiáticos – as políticas econômicas (sobretudo as fiscais e creditícias, mais do que as monetárias) cumpriram um papel central nessa recuperação.

Nesse sentido, enquanto a política cambial teve grande importância no auge da crise, ainda que por meio de intervenções pontuais que não chegaram a evitar a posterior valorização do real, a política monetária permaneceu como o aspecto mais problemático das medidas anticíclicas. Ao passo que a política fiscal, com a sustentação e a ampliação do investimento e do gasto público, acrescida da política creditícia, com a ampliação do crédito e do financiamento via bancos públicos emergiram como os fatores internos que determinaram a recuperação da economia brasileira⁷.

6 Vale lembrar como a crise permaneceu, ainda em 2010, propagando seus reflexos tanto nos países centrais, notadamente na Europa, como nos países emergentes de menor "solidez" macroeconômica.

7 Para um resumo dessas medidas utilizadas pelo Brasil e por outros países emergentes na crise financeira, ver Acioly, Chernavsky e Leão (2010).

O país encontrou na crise uma possibilidade para a conformação de políticas e medidas anticíclicas mais expansionistas. Entretanto, chama a atenção o hiato entre a implementação, de um lado, de uma política fiscal e de uma política creditícia mais contundentes e, de outro lado, a aplicação de uma política cambial ativa, mas emergencial, e de uma política monetária menos ousada.

Se, por um lado, o sucesso no combate à crise deu a impressão de que o Brasil está mais imune a distúrbios financeiros, por outro lado, tais medidas não devem obscurecer o fato de que o padrão de inserção externa do país segue merecendo atenção, sobretudo no que se refere à assimetria monetária e financeira, e à relação com os países asiáticos, e isso ocorre em alguma medida pelo descompasso interno entre a política fiscal e creditícia (mais expansionistas) e a política monetária e cambial (mais contracionistas).

É ainda muito cedo para concluir algo acerca dos desdobramentos futuros dessa crise financeira e dos caminhos da própria economia internacional e brasileira, ainda assim é importante registrar a importância exercida, no biênio de 2008-2010, pelas políticas econômicas anticíclicas tanto no cenário global quanto no cenário nacional.

Conclusão

A crise financeira internacional ganhou proporções inéditas e sistêmicas exigindo a participação ativa do Estado-nacional. As políticas implementadas podem ser divididas em dois grandes blocos: por um lado, estão as medidas de política monetária e de intervenção em instituições financeiras, por outro lado, estão as iniciativas de política fiscal e de gasto público social.

Embora a maior parte dos países, tanto os desenvolvidos quanto os em desenvolvimento, tenham praticado, em alguma medida, políticas de redução nas taxas de juros, de intervenção dos bancos centrais e públicos, de desoneração de impostos e de investimentos nas áreas social e de infraestrutura, é evidente a existência de padrões diferenciados de intervenção entre os países.

Nos países centrais foi possível observar um esforço monetário muito mais robusto, caracterizando a preponderância de um *Big Bank* que atuou efetivamente como um *market maker of last resort*. Já no Brasil o que se percebeu foi uma atuação mais ousada e sistemática do *Big Government*.

Por fim, vale ressaltar: uma recuperação da crise capaz de reassentar o Brasil em novos patamares de inserção externa deve passar pela revisão das diretrizes gerais da gestão macroeconômica. Pois, ainda que o momento tenha demonstrado a necessidade e a importância de uma ação conjunta de um *Big Government* e de um *Big Bank*, no caso brasileiro, a “restauração” daquele primeiro não veio acompanhada de iniciativas mais arrojadas, de longo-prazo, desse segundo. Dessa articulação é que dependerá o sucesso do Brasil numa ordem econômica estruturalmente instável porque financeirizada.

Referências bibliográficas

- ACIOLY, L., CHERNAVSKY, E., LEÃO, R. **Crise internacional: medidas de políticas de países selecionados**. Brasília: Boletim de economia e política internacional, IPEA, n.1, jan.-mar. 2010.
- ALMEIDA, J. S. G. **Como o Brasil superou a crise**. In: Carta Social e do Trabalho, n.9, jan.-mar 2010.
- ARAÚJO, V., GENTIL, D. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional**. In: Anais do XV Encontro de Economia Política, 2010.
- BARBER, T. **The European fiscal stimulus and the trick cigar**. Financial Times, December 15, 2008.
- BARBOSA, Nelson. **Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09**. In: Journal of Globalization and Development, vol1, n.1, 2010, pp.
- BERNANKE, B. **Federal Reserve Programs to Strengthen Credit Markets and the Economy, testimony before the Committee on Financial Services**, U.S. House of Representatives, February 10, 2009.
- BIS. **79th Annual Report**. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.htm>, 2009.
- BRAGA, J. **Crise sistêmica da financeirização e a incerteza das mudanças**. In: Revista Estudos Avançados, n.23 (65), pp. 89-102, 2009.
- BUITER, W. **The Fed as market maker of last resort: better than never**. Financial Times, March 12, 2008.
- CINTRA, M., FARHI, M. **A crise financeira e o global shadow banking system**. In: Revista Novos Estudos, n. 82, pp.35-55, 2008.
- CHIANAMEA, D. et. al. **O Brasil na crise mundial de 2008 e as possibilidades de um impacto sobre transações financeiras internacionais**. In: IPEA, Globalização para todos: taxação solidária sobre os fluxos financeiros internacionais. Brasília, 2010.

- DEOS, S. **A contemporaneidade de Minsky**. In: Dossiê da Crise, Associação Keynesiana Brasileira, 2008.
- FARHI, M., CINTRA, M. **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo**. In: Revista de Economia Política, v.29, n.3 (115), pp.274-294, 2009.
- FUNDAP. **Desdobramentos da crise global e desempenho das economias avançadas**. Grupo de Conjuntura, 2009.
- IPEA. **A crise internacional e possíveis repercussões: primeiras análises**. Brasília: Comunicado da presidência, n.16, 2009.
- IPEA. Carta de conjuntura: junho de 2010. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php> . Acesso em: 01 de agosto de 2010.
- MENDONÇA, A. R, DEOS, S. **O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente**. In: Dossiê da Crise 2, Associação Keynesiana Brasileira, 2010.
- MINSKY, H. **Estabilizando uma economia instável**. São Paulo: Novo Século, 2010.
- PRATES, D., CINTRA, M. **Os países emergentes diante da crise financeira global**. In: Anais do II Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, 2009.
- ROUBINI, N., MIHM, S. **A economia das crises**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.
- TORÓS, Mário. **Os bastidores da crise: depoimento ao jornal Valor Econômico**. In: Valor Econômico, 13-14 de novembro de 2009.
- TURNER, A. et. al. **The future of finance**. In: The LSE Report. Londres, 2010.