

# Reflexões Sobre a Crise Financeira Global e seus Impactos no Brasil

## Reflections on Global Financial Crisis and its Impacts in Brazil

Cristina Ferabolli<sup>a\*</sup>

<sup>a</sup>Universidade do Vale do Rio dos Sinos, RS, Brasil

\*E-mail: crisferabolli@yahoo.com

### Resumo

A atual crise financeira e econômica global aconteceu após duas décadas de forte integração e inovações dos mercados financeiros, processo acelerado no novo milênio, mas que, juntamente com esses pontos positivos, também ampliou os desequilíbrios financeiros globais a novos e mais altos níveis. Essa crise pode vir a alterar um conjunto extenso de relações políticas, econômicas e sociais, inclusive no Brasil, e ainda é cedo afirmar que todos os possíveis cenários para os quais ela se encaminha já foram mapeados ou sustentar que a situação já esteja normalizada. Compreender de que maneira a atual crise financeira e econômica global iniciou e se desenvolveu e quais foram os seus principais impactos para o Brasil, especialmente no que concerne aos setores de crédito e exportação, configura-se como o objetivo central desse artigo.

**Palavras-chave:** Crise Financeira. *Subprime*. Mercados Financeiros e Integração Econômica.

### Abstract

*The current financial and economic global crisis took place after two decades of strong integration and innovations in financial markets, a process that was accelerated in the new millennium, but that with these positive aspects, also expanded global financial imbalances to new and higher levels. This crisis may change an extensive set of political, economic and social relations, even in Brazil, and it is too early to state that all possible scenarios for which it advances have already been mapped, or claim that the situation has been normalized. Understanding how the current global financial and economic crisis began and developed, and what were its main impacts for Brazil, regarding specially to credit and export sectors, appears as the central goal of this paper.*

**Keywords:** *Financial Crisis. Subprime. Financial Markets and Economic Integration.*

### 1 Introdução

A atual crise financeira e econômica global aconteceu após duas décadas de forte integração e inovações dos mercados financeiros, processo acelerado no novo milênio, mas que, juntamente com esses pontos positivos, também ampliou os desequilíbrios financeiros globais a novos e mais altos níveis. Essa crise pode vir a alterar um conjunto extenso de relações políticas, econômicas e sociais, inclusive no Brasil, e ainda é cedo afirmar que todos os possíveis cenários para os quais ela se encaminha já foram mapeados ou sustentar que a situação já esteja normalizada. Compreender de que maneira a atual crise financeira e econômica global iniciou e se desenvolveu e quais foram os seus principais impactos para o Brasil, especificamente no que concerne aos setores de crédito e exportação, é o objetivo desse artigo. Tal empreitada justifica-se pela escassez de bibliografia sobre o tema, especialmente no que tange a uma visão geral da crise e suas especificidades para a política de câmbio e comércio brasileiros.

Após esta breve introdução, o artigo partirá para uma análise das múltiplas origens da crise e de seus múltiplos desenvolvimentos. Os textos selecionados para análise foram daqueles autores que estão diretamente em contato com o mercado das finanças globais, seja na posição de estrategistas

financeiros, de professores de finanças internacionais ou de pesquisadores em centros de políticas econômicas. Serão esses mesmos autores que irão balizar a segunda análise proposta no desenvolvimento desse artigo, qual seja, as falências em sequência anunciadas por alguns dos maiores bancos europeus e norte-americanos e as medidas tomadas pelos Bancos Centrais desses países para conter o colapso financeiro em seus territórios nacionais. Finalmente, os impactos da crise financeira e econômica global para o Brasil serão discutidos. Um peso maior será dado para os setores de comércio e de câmbio porque se entende que essas duas são áreas que têm relação direta com o comércio internacional, ou seja, elas sentiram diretamente os impactos da crise.

Dada a limitação de espaço, questões referentes ao mercado de capitais e governança corporativa não serão abordadas nessa seção, embora se reconheça desde já a relevância desses aspectos para uma compreensão global dos efeitos que a referida crise teve sobre o Brasil. Dessa forma, esse artigo deve ser lido mais como uma contribuição para o debate acerca da crise financeira global do que como um estudo exaustivo sobre os impactos dessa crise na economia brasileira. Na conclusão, algumas das principais questões levantadas durante o texto serão retomadas e a posição da autora frente à questão que guia esse texto, qual seja, quais

foram as origens e como se desenvolveu a crise financeira global ora em curso e quais foram seus principais impactos para o Brasil, embora o próprio conteúdo do texto e o arranjo dos dados apresentados já revelem que se entende a origem e o desenvolvimento da crise como múltiplos e que não se acredite que todos os seus contornos já tenham se revelado em sua plenitude.

## 2 Desenvolvimento

Desde o fim do sistema de gerenciamento econômico internacional ancorado nas relações dólar-ouro, estabelecido em 1944 em Bretton Woods, o qual determinava as regras nas relações comerciais e financeiras dos países membros deste Acordo, a economia mundial passou por severas crises financeiras<sup>1</sup>. O colapso do sistema propiciou ataques especulativos na ferramenta chave para o equilíbrio econômico interno e externo – o ajuste na taxa de câmbio – o que tornou esta meta de equilíbrio mais difícil de ser alcançada.

As mudanças ocorridas no contexto internacional e a internacionalização do sistema financeiro alteraram significativamente a dinâmica econômica atual. Esta crise é caracterizada como a crise da globalização financeira, uma vez que surgiu fortemente pela intensificação do fluxo de capitais entre os países, sustentando um mercado financeiro global. Autores como Pakravan (2011) e Paiva (2009) insistem na necessidade de recordar os principais elementos da expansão dos mercados financeiros para que um entendimento efetivo desta crise seja alcançado, que se desenvolveram:

1. Por um período com taxas de juros extremamente baixas nos Estados Unidos, que estimulou a expansão do crédito doméstico e a alavancagem dos bancos comerciais e de investimentos;
2. Pela incorporação da China na Organização Mundial do Comércio, que teve um grande impacto no comércio internacional pelo aumento da demanda por produtos de vários países, em especial, a demanda por *commodities*, contribuindo fortemente com o crescimento dos países emergentes;
3. Pela expansão da economia mundial e aos itens acima, houve aumento no preço das *commodities* no mercado de ações em vários países, tanto industrializados quanto emergentes;
4. Pelo desenvolvimento de derivativos nos mercados financeiros com o propósito de gerenciar riscos, garantir maior estabilidade nos mercados futuros, aumentar a proteção aos investidores e possibilitar ganhos maiores em relação a produtos tradicionais do mercado financeiro;
5. Pelo baixo grau de regulamentação do mercado

financeiro, especialmente nos bancos de investimentos, fundos de *hedge* e movimentos extrapatrimoniais dos bancos comerciais, permitiu o estouro na oferta de crédito por toda a parte.

Além disso, duas tendências no setor bancário, destacadas por Brunnermeier (2009), contribuíram para o frenesi imobiliário, que foram as bases da crise: (a) ao invés de fixar os empréstimos nos balanços patrimoniais, os bancos se moveram a um modelo de ‘origem e distribuição’, onde os empréstimos eram repassados para vários outros investidores financeiros, transferindo assim o risco; (b) os bancos financiaram seus ativos com instrumentos de curto prazo, deixando-os mais expostos a choques de reduções de liquidez.

Para Pakravan (2011), a crise global financeira tem suas raízes na complexa interação entre várias tendências e fatores, como a ampliação do déficit em conta corrente dos Estados Unidos e o aumento paralelo do *superávit* chinês financiado fortemente pelo desejo da China em manter seus investimentos em *securities* do governo norte-americano. Para o autor, esses eventos, quando analisados isoladamente, teriam o potencial de impactar negativamente a economia e os mercados financeiros, mas quando convergidos, criaram uma crise de proporções devastadoras para a economia global, enfraquecendo o sistema financeiro em dimensão de longo prazo.

Desta forma, pode-se observar que esta crise teve múltiplas origens e múltiplos desenvolvimentos. Foi na convergência de fatores e eventos isolados e na incerteza econômica que se instalou esta que foi uma das maiores crises desde a Crise de 1929.

Esta mesma interação de eventos é destacada por Bookstaber (2000), na afirmação de que as características que levam a crises não estão baseadas inteiramente na habilidade de alavancagem ou de assumir riscos elevados, ou ainda em investir em mercados de baixa liquidez, o problema é o ciclo que se inicia na junção do risco, alavancagem e iliquidez: o risco de perdas em conjunto com posições alavancadas, resultando na necessidade de liquidez em um mercado que tem efeito cascata nos preços devido ao aumento de ordens de liquidação e na redução dos provedores de liquidez.

A iliquidez no sistema bancário mundial está relacionada à falta de confiança generalizada nos bancos e à perda de valor de alguns ativos empregados com lastro em operações compromissadas, pois embora a perda tenha sido em apenas alguns desses ativos, pela dificuldade de identificação de quais ativos eram problemáticos, ocorreu uma corrida para os bancos (LEAL; SILVA; THOMÉ NETO, 2009), iniciando assim o efeito contágio<sup>2</sup>.

Contudo, segundo Crotty (2008), enquanto o mercado de

1 Ouro-dólar (1971), Bancária nos Estados Unidos (1974-75 e 1979-80), Dívida dos Países da América Latina (1982), Bolsa Norte-Americana (1987 e 2000), México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2001) e a Atual Crise Econômica Financeira e Global (2007-...).

2 Onde a perda de confiança em um ativo pode se espalhar para os demais instrumentos financeiros disponíveis, tornando seu resgate mais provável e, conseqüentemente, causando problemas de liquidez nos provedores desses ativos nos mercados financeiros mundiais.

hipotecas do *subprime* desencadeou a crise, sua causa mais profunda pode ser achada nas falhas instituições e práticas da chamada Nova Arquitetura Financeira (NFA), que se refere à integração de modernas instituições e mercados financeiros associados a um fraco regime de regulamentação governamental.

Segundo Iannuzzi e Berardi (2010), a teoria tradicional de mercado considera as crises financeiras e bolhas especulativas como desvios temporários da lógica de eficiência de mercado, devido ao comportamento irracional dos operadores deste mercado, mas a alta frequência destes acontecimentos demonstra que existem características implícitas nesse mercado, como o alto grau de incerteza e a hipercompetitividade, que fazem com que elas sejam mais do que desvios temporários do equilíbrio.

Além disso, mercados eficientes sugerem que toda a informação disponível já está refletida no preço dos ativos, o que impossibilitaria a possibilidade de ganhos anormais. Para Gorton e Metrick (2009 *apud* LEAL; SILVA; THOMÉ NETO, 2009), títulos seguros são aqueles que não oferecem seleção adversa, que não são sensíveis de informações – ativos de valor que independa da obtenção e de interpretação correta de informações são muito líquidos e os negócios ocorrem sem a necessidade de produção de informação privada sobre eles e sem perdas para os *insiders*.

Na crise atual houve perda de informação devido à complexidade da cadeia - essa perda implica que a informação era sabida em um ponto, e então era perdida: para os investidores de CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) e investidores de outros instrumentos que tinham tranches de CDO em seus portfólios, não era possível penetrar nos pontos anteriores da cadeia e avaliá-la baseado nas hipotecas subjacentes (IANNUZZI; BERARDI, 2010). Segundo os mesmos autores, os investidores confiaram no relacionamento com seus bancos e nas avaliações dos mesmos, porque eles não tinham recursos para analisar individualmente estruturas tão complicadas, e no final, confiaram em uma extensão bem menor de informação sobre a estrutura e seus fundamentos e muito mais neste relacionamento. Sobre essa problemática estrutura, se ergueu a crise do *subprime*.

Conforme explica Gorton (2008), moradia para as famílias de baixa renda e classes minoritárias<sup>3</sup> era uma meta de longa data do governo norte-americano, e a criação das hipotecas do *subprime* foi uma inovação para alcançar esta meta – e para gerar riqueza para os inovadores. O aspecto principal em prover financiamento para estes mutuários era claramente o fato de eles apresentarem maior risco, por apresentarem histórico de crédito pífio ou mesmo não terem histórico nenhum. Esses investimentos de alto risco eram associados a altos retornos, esquemas de incentivos perversos nas instituições financeiras

e bônus extras para os gerentes e corretores contribuíram para a excessiva ‘tomada de risco’. O aumento dos negócios de risco geraram fortunas para os intermediários financeiros, que eram premiados de acordo com a expansão dos investimentos de curto prazo mais arriscados, em vez de investimentos de longo prazo rentáveis (TRIDICO, 2012).

Enquanto os maiores abusos no mercado hipotecário eram no segmento do *subprime*, a razão principal para que os *defaults* estivessem concentrados fortemente neste setor era porque os proprietários de imóveis do *subprime* eram o segmento mais vulnerável da população. Como eles não tinham outras garantias para dar (aposentadorias, fiadores), nem patrimônio nas suas casas para dar contra suas hipotecas, a maioria tinha pouca chance senão o *default* (BAKER, 2008).

Gorton (2008) elenca as principais características do *subprime*: (a) curto prazo, o que torna o refinanciamento necessário; (bi) taxa de retorno aplicada no final do primeiro período, criando novamente um forte incentivo ao refinanciamento; e (c) multa para o pagamento antecipado, o que faz com que o refinanciamento não seja viável antes do prazo estipulado. Segundo o autor, se o reforço e a multa de pagamento antecipado forem suficientemente altos que sem refinanciamento do emprestador, o mutuário entrará em *default*, então o emprestador está em uma posição de decidir o que acontece: o emprestador assume uma posição comprada na casa<sup>2</sup>, expondo-o mais sensivelmente aos preços das casas do que às hipotecas convencionais.

Considerando essas características do *subprime*, a habilidade dos mutuários em sustentar o pagamento de suas hipotecas dependia fortemente da apreciação do preço dos imóveis, devido à necessidade de refinanciamento, e quando não houve essa apreciação na mesma extensão do passado, sendo que em muitas áreas houve quedas significativas, a possibilidade de financiamento foi reduzida. Por causa da crise, os padrões contratuais haviam se tornado muito mais rígidos, e muitos emprestadores estavam em falência, significando que o mercado hipotecário para o refinanciamento desses mutuários estava praticamente fechado (GORTON, 2008).

Conforme Portugal, Barcellos Neto e Barbosa (2009), apesar de as taxas de juros serem baixas, para os mutuários do *subprime* elas estavam altas em comparação aos patamares norte-americanos onde somando os custos de crédito, chegavam a mais de 8% ao ano. Dessa forma, era possível para as instituições financeiras operarem com uma rentabilidade muito maior. Foi neste momento que a inovação financeira entrou em cena, permitindo que os investidores obtivessem ganhos maiores com a securitização de financiamentos imobiliários, através do lastro em hipotecas dos ‘pacotes de financiamento’, chamados de MBS: *Mortgage Backed Securities*. As instituições financeiras agrupavam os

3 Tridico (2012) destaca que o alvo para empréstimos eram para os chamados NINJA (*no income, no job and no asset*).

4 O ganho do emprestador está diretamente relacionado ao refinanciamento e à apreciação do imóvel.

recebíveis de financiamentos imobiliários, classificavam seu risco com o auxílio das agências de *rating*, tornando-os líquidos e possíveis de distribuição no sistema financeiro mundial, e transferiam assim o risco destes empréstimos dos bancos de origem para os títulos que tinham como lastro esses ativos, que eram então absorvidos por fundos de *hedge* nos Estados Unidos e no exterior (PORTUGAL; BARCELLOS NETO; BARBOSA, 2009).

Tridico (2012) argumenta que uma crise poderia potencialmente emergir, e emergiu, onde apenas uma pequena fração dos mutuários de hipotecas declarasse *default*, causando a chamada *default correlation*, e foram esses *defaults* que fizeram com que o preço da maioria desses ativos de risco caíssem para zero. Para o autor, o fato de esses instrumentos terem sido espalhados por todo o mundo<sup>5</sup> apenas aumentou o nível de pânico, porque ninguém sabia exatamente onde os ativos tóxicos<sup>6</sup> estavam.

Os piores abusos na emissão, securitização e subsequente renegociação dos MBS eram evidentes na época, mas poucos prestaram a devida atenção. Para Baker (2008), a explosão do mercado do *subprime* devia ter sido, por si só, um alarme chamando a atenção aos problemas do mercado imobiliário, especialmente por se encontrar em uma economia que vivia um período de corte de empregos e salários congelados, o que deveria ter sido fator de interesse suficiente para alerta aos reguladores ao fato de que havia alguma coisa muito errada no sistema. E que havia a necessidade de desenvolvimento de mecanismos para contenção dos danos e reversão do cenário que estava se criando.

Apesar de todos os sinais de alerta, a bolha no mercado de habitação iniciada no final de 1990 se acelerou no início/meados de 2000, especialmente porque os bancos e corretoras eram recompensados proporcionalmente aos volumes que vendiam. Neste sentido, Crotty (2008) acrescenta que a demanda por produtos de altos rendimentos baseados em hipotecas era tão grande e as tarifas bancárias tão altas que bancos e corretoras começaram a oferecer hipotecas para indivíduos que não poderiam obtê-las em termos normais, o que poderia desencadear grandes perdas quando o preço dos imóveis parasse de subir ou as taxas de juros aumentassem.

Para Baker (2008), a bolha imobiliária dos Estados Unidos cresceu juntamente com o mercado de ações em meados de 1990 e a lógica desse crescimento é bastante simples: neste período as pessoas haviam aumentado sua renda pelo desempenho extraordinário do mercado de ações e basearam seu consumo neste novo patamar, comprando casas maiores e/ou melhores. Este processo desencadeou uma bolha imobiliária no curto prazo, visto que o fornecimento de casas é relativamente fixo, um aumento na demanda causaria aumento nos preços, e a expectativa de que os preços continuariam a

subir acabou levando os compradores a pagar valores muito mais elevados pelos imóveis do que elas valiam efetivamente, fazendo assim com que essas especulações se confirmassem (BAKER, 2008).

Apesar de a crise atual e de 1929 terem ocorrido em contextos históricos diferentes, devido a fatores e condições opostas, e com implicações diferentes pelas diferentes políticas utilizadas, é importante enfatizar a homogeneidade nas dinâmicas abaixo, citadas por Iannuzzi e Berardi (2010):

- Um evento favorável inicial gerando expectativas de lucro generalizadas – redução da taxa de juros;
- Uma fase de crescimento da liquidez, caracterizada pelo estouro de empréstimos e o grande uso de alavancagem;
- Uma fase de crescimento dos lucros;
- Um ponto de ruptura seguido por um colapso sistêmico (em 1929, a quebra do mercado de ações; em 2007-2008, o colapso do mercado imobiliário; e
- Uma fase de instabilidade e depressão (em 1929) e recessão (hoje em dia) caracterizada por pânico, desalavancagem e falta de liquidez.

Neste mesmo contexto histórico, os excessos monetários podem ser atribuídos às crises financeiras, onde a retroalimentação das condições de política monetária excessivamente expansionista por parte do FED – pela baixa da taxa de juros por um longo período, as taxas de câmbio fixas nos países asiáticos e as inovações financeiras desenvolvidas em um cenário de *boom* do mercado imobiliário, bem como a equivocada supervisão e regulação bancária – ampliaram o tamanho da crise financeira (PORTUGAL; BARCELLOS NETO; BARBOSA, 2009). E todos os fatores somados, fizeram com que esta crise atingisse patamares tão elevados.

Além disso, é importante ressaltar que o estabelecimento da crise atual também teve início nos dias após a grande a Grande Depressão, quando foi criado um sistema regulatório para os poupadores (the Glass-Steagall Act), que distinguiu instituições financeiras como bancos comerciais e banco de investimentos, onde esses últimos não estavam autorizados a aceitar depósitos bancários e então suas atividades eram muito menos regulamentadas porque não estavam sujeitos a execuções bancárias (IANNUZZI; BERARDI, 2010).

Essa segregação de bancos comerciais e mercados de capitais teve o objetivo de evitar que os depósitos bancários fossem utilizados para financiar as atividades de especulação dos mercados de capitais, uma prática que ajudou a culminar a crise de 1930 (CROTTY, 2008). No sistema de Glass-Steagall, os bancos comerciais davam origem e retinham os empréstimos comerciais, e então eram motivados a evitar empréstimos de risco excessivo e a prover liquidez a outras instituições financeiras em tempos de tensões no mercado,

5 Para Tridico (2012, p.18), essa crise pode ser considerada uma consequência da globalização proliferada nas últimas décadas. “Since it is a global crisis, it can be considered a crisis of globalization”.

6 Produtos financeiros sem garantias ou respaldo.

sendo que sua habilidade de prover liquidez era protegida por rígidas restrições governamentais no risco que podiam assumir (CROTTY, 2008).

Em contrapartida, os bancos de investimentos mantinham, segundo Portugal, Barcellos Neto e Barbosa (2009), menos capital comparado aos bancos comerciais, sendo mais sujeitos a risco e no momento da crise, foram obrigados a se desfazer de seus ativos em um mercado com pouca capacidade para sua absorção. Apesar de esta regulamentação ter permitido certa estabilidade no sistema financeiro por quase setenta anos, para Iannuzzi e Berardi (2010), ela permitiu o desenvolvimento incontrolado de bancos de investimento, que ganharam maior relevância pelo desenvolvimento das mesmas atividades e pela oferta de serviços similares aos bancos comerciais, mas sem regulamentação ou controle de riscos equivalentes.

Finalmente, Posner (2009 *apud* TRIDICO, 2012) destaca que a crise financeira teve origem no coração do capitalismo financeiro e global, que é uma crise endógena causada pela falência das instituições encarregadas de regular seus mecanismos. É a primeira crise financeiramente liderada pelo regime de crescimento das últimas décadas passadas, não havendo influências externas como guerras, crises do petróleo, desastres naturais ou pandemônios globais – a origem da crise é interna (TRIDICO, 2012).

## 2.1 O pós-2008

A quebra do banco Northern Rock no Reino Unido seguida da queda do banco Lehman Brothers nos Estados Unidos, em setembro de 2008, indicava que a crise tomaria proporções muito grandes e poderia se estender para a economia real, uma vez que as ações do Lehman Brothers estavam largamente espalhadas pelo mercado financeiro mundial e a confiança dos investidores seria fortemente afetada (TRIDICO, 2012). Essa percepção de risco causada pela falência do banco Lehman Brothers restringiu fortemente a oferta de recursos no mercado interbancário, nos Estados Unidos e Europa, reduzindo ainda mais o preço dos ativos e fazendo com que os governos agissem para aumentar a liquidez de curto prazo e para salvar instituições financeiras em estado terminal, na tentativa de estancar essa falta de confiança no sistema bancário (PORTUGAL; BARCELLOS NETO; BARBOSA, 2009).

Nessas tentativas de controlar a desconfiança no sistema financeiro, desde o final de 2008, um número elevado de bancos centrais estabeleceu programas de compra de ativos, concentradas fortemente em títulos do governo e ativos relacionados, como forma de melhorar as condições financeiras de seus países, de reviver os fluxos de crédito e de estimular a atividade econômica (MEANING; ZHU, 2011). Em novembro de 2008, o *Federal Reserve* dos Estados Unidos anunciou um programa de compra de ativos em larga escala, atingindo patamares de US\$ 600 bilhões em títulos de agências lastreados por hipotecas (MBS). Em março de 2009, esse programa teve uma expansão de US\$ 650 bilhões

em MBS, US\$ 200 bilhões em *securities* de agências e outros US\$ 300 bilhões em títulos de longo prazo do governo. Em novembro de 2010, um segundo plano foi anunciado, que consistiu na compra de mais US\$ 600 bilhões em títulos de longo prazo do governo. Essas operações foram então chamadas de ‘flexibilização quantitativa’- *quantitative easing*.

O Bank of England, em janeiro de 2009, estabeleceu um programa de compra de ativos com o objetivo de melhorar a liquidez nos mercados de crédito, programa que inicialmente se comprometeu com a compra de £75 bilhões em títulos com maturidade residual entre 5 e 25 anos e depois aumentou, em maio de 2009 para £125 bilhões, £175 bilhões em agosto e em novembro para £200 bilhões. Em outubro de 2011, o banco decidiu pela expansão do programa por um adicional de £75 bilhões, em fevereiro de 2012, uma nova expansão de £50 bilhões e em julho de 2012, o banco injetaria mais £50 bilhões, chegando a um total de £375 bilhões no programa de *quantitative easing*.

Na União Européia, conforme Alcidi, Giovannini e Gros (2011), os problemas na Grécia começaram seguindo a crise financeira de 2008, quando a percepção de risco mudou dramaticamente, os fluxos de capital reduziram e a enorme dívida pública acumulada depois de anos de desequilíbrios externos e fiscais, rapidamente se tornaram insustentáveis para os investidores internacionais. Em maio de 2010, o FMI e alguns estados membros da União Europeia entraram em um acordo relativo a um pacote emergencial para ajudar a Grécia a superar um problema de liquidez, e com este pacote impuseram um programa rígido de ajuste para redução de seu déficit fiscal.

No discurso do vice-presidente do Banco Central Europeu, Vítor Constâncio em 10 de outubro de 2011, na Universidade de Bocconi em Milão, ele cita que quando a agência Mood reduziu a nota de Portugal em julho daquele ano, um dos fatores associados relacionava-se aos desenvolvimentos na Grécia, mostrando que o ‘efeito contágio’ de um *default* neste país faria com que a probabilidade de Portugal precisar de uma nova rodada de financiamento oficial aumentasse – e ainda mais, o contágio do rebaixamento de Portugal, associado com o risco de *default* da Grécia, aparentemente provocaram uma liquidação dos títulos do governo da Itália e Espanha.

As agências de *rating* reduziram a nota de vários bancos europeus desde setembro de 2011, em alguns casos essa redução veio acompanhada de um rebaixamento soberano, consistente com a interdependência entre a saúde financeira das instituições financeiras e de seu país, e em contraste, o rebaixamento de alguns bancos refletiu iniciativas políticas para separar os bancos da dependência do suporte governamental.

As políticas fiscais, desde o início da moeda comum, aumentaram os desequilíbrios na zona do euro, favorecendo as economias com maior poder de competir nos mercados globais (VALIANTE, 2011). Segundo o mesmo autor, a Alemanha – historicamente um país com um alto nível de inovação –

apresentou um superávit imediato com o euro, enquanto os demais países, como a Itália e França, apresentaram uma queda gradativa de seus balanços de conta corrente, e Grécia, Portugal e Espanha um forte aumento do déficit no balanço de contas correntes, nos primeiros dez anos do Euro.

Este cenário corrobora a tese de Valiante (2011) segundo a qual a zona do euro encontra-se em uma situação onde pode afundar na sua própria dívida e voltar às fracas políticas nacionais que destruirão essa área comum, ou decidir pela construção de uma economia mais integrada por meio do fortalecimento e da coordenação de políticas fiscais, harmonização das políticas monetárias e na abordagem da competitividade dos países integrantes da zona do euro.

## 2.2 Os impactos da crise no Brasil

O Brasil estava mais bem preparado quando a crise atingiu os países emergentes do que nas crises vividas anteriormente. Para Paiva (2009), os principais elementos que fortaleceram a economia brasileira para enfrentar a crise foram a implementação do Real como forma de estabilizar a moeda brasileira, a modernização do serviço público através do Regime de Responsabilidade Fiscal e a implementação de um programa de incentivo à reestruturação do sistema financeiro, que incluiu a venda de bancos insolventes, a fusão e aquisição pelos bancos comerciais de alguns bancos estatais, fazendo com que as instituições bancárias ficassem mais fortes e mais capitalizadas. Além disso, o autor destaca a modernização e consolidação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2001, que teve papel fundamental no controle e regulamentação do mercado de capitais, e o papel do Banco Central na supervisão e regulamentação do sistema financeiro com uma equipe de profissionais competentes.

Entretanto, com o aprofundamento da crise, várias empresas, em 2008, tiveram de recorrer ao crédito bancário doméstico, devido à piora em termos de custo e prazo para a captação das grandes empresas (e bancos) no mercado internacional (FREITAS, 2009). Para a autora, essa substituição ampliou, pelo menos para as grandes empresas, a contratação de empréstimos para capital de giro no mercado doméstico em volumes crescentes e prazos mais longos, e ainda, devido à piora nas economias dos países industrializados, os investidores estrangeiros abriram mão de suas posições no mercado de capitais nacional para cobrir as perdas em seus países de origem.

Ainda segundo Freitas (2009), a redução da demanda interna, âncora das expectativas de inflação, foi contida pela profunda retração da oferta de crédito bancário doméstico e pela interrupção de linhas comerciais externas, que provocaram uma parada brusca da atividade econômica no último trimestre de 2008. “A desaceleração da atividade foi tão rápida e tão intensa que as pressões inflacionárias da forte apreciação do dólar não se confirmaram e o IPCA se desacelerou, fechando o ano em 5,9% (0,6 ponto porcentual abaixo do teto da meta)” (FREITAS, 2009, p.136). Para a

autora, a rígida condução da política monetária conduzida pelo Banco Central neste período é oposta às ações nas principais economias avançadas, onde além da redução das taxas de juros, os bancos centrais buscavam reativar o crédito e melhorar a liquidez através da emissão de moeda.

Em contrapartida, houve pouco impacto na forma de tratamento do crédito pelos maiores bancos brasileiros, refletindo a confiança do mercado na estabilidade econômica do país e na capacidade de abrandar os possíveis efeitos de crises internacionais no ambiente nacional (TOLEDO FILHO; KROENKE; SOTHE, 2009). Esses resultados refletem a pouca preocupação das instituições financeiras brasileiras com os possíveis impactos da crise do *subprime* na economia brasileira.

Apesar disso, para Paiva (2009), os maiores impactos da crise no Brasil foram nos preços das *commodities*, redução das exportações e decréscimo da produção industrial, impactando diretamente o PIB. O autor faz a ressalva que a redução da atividade econômica tem um impacto social perverso tanto no aumento do desemprego quanto na redução das arrecadações públicas, sendo que este último afeta diretamente os programas sociais do governo para transferência de renda para os menos afortunados, como por exemplo, o ‘bolsa família’.

Esses impactos foram divididos em duas fases distintas por Prates e Farhi (2009), sendo que na primeira (de julho de 2007 a junho de 2008), houve forte desvalorização do dólar, e essa perda de valor da moeda-chave, combinada a outros fatores, contribuiu para o forte aumento dos preços das *commodities* – fixadas em dólar. Na segunda fase, a partir de agosto de 2008, quando se confirmaram as expectativas de uma crise global, o dólar apreciou-se e com isso os preços das *commodities* caíram significativamente.

A variação cambial trouxe problemas para diversas empresas brasileiras que se encontravam em posições vendidas em dólar no mercado de derivativos. Algumas empresas brasileiras, como a Votorantim, Aracruz e Sadia, firmaram contratos com bancos no mercado de balcão, assumindo posições vendidas em dólar em troca de taxas de juros mais baixas nas operações de crédito em reais. Essas empresas tiveram problemas sérios quando da desvalorização do real, que revelou a existência de prejuízos em consequência desses contratos que eram muito superiores aos volumes de exportação, um indício de que elas utilizaram essas operações de derivativos não somente para cobrir os riscos decorrentes da apreciação do real em suas receitas, mas também para realizar ganhos financeiros de especulação (PRATES; FARHI, 2009).

A redução significativa de entradas de capital, o colapso nos preços das *commodities* e a queda da confiança nos bancos pela falência do Lehman Brothers, desencadearam grandes depreciações nas moedas locais dos países da América Latina e altos custos de financiamento externo, em especial no Brasil e México, onde o câmbio era mais volátil devido à demanda por dólares de grandes empresas que buscavam fechar suas

posições em moeda estrangeira, muitas vezes incorrendo em grandes perdas (JARA; MORENO; TOVAR, 2009). Segundo os autores, o Banco Central do Brasil estabeleceu medidas específicas como resposta política para contenção dos impactos negativos da crise, como facilidades no crédito para o comércio, ajuda às empresas na rolagem de suas dívidas em moeda estrangeira e modificação de seus processos operacionais, incrementando o range de ativos aceitos como *collateral* para facilitar o acesso a financiamentos de curto prazo.

Oliveira e Galdino (2010) apontam que o Brasil sofreu impactos negativos tanto no comércio exterior quanto nos investimentos diretos das empresas brasileiras no exterior, embora de uma forma mais moderada. No plano do comércio, os impactos foram sentidos pela perda de competitividade dos produtos brasileiros no comércio mundial, devido à apreciação do real e pelo ressurgimento de demandas protecionistas por setores sensíveis à importação. No plano dos investimentos, os impactos foram sentidos na confiança do empresariado brasileiro no processo de internacionalização de capital; e no plano das negociações internacionais, as chances de assinar acordos internacionais importantes, como negociações multilaterais de comércio, que já eram pequenas, foram reduzidas. Os autores destacam ainda que, em ambos os casos, o impacto imediato foi na confiança, que foi muito mais acentuada na fase aguda da crise, e que essa confiança, um ano após essa fase, tem se recuperado fortemente. Essa recuperação pode ser associada às medidas positivas que foram tomadas pelo governo brasileiro, como a redução de tributos para estimular o consumo, as medidas de apoio à internacionalização das empresas brasileiras e os incentivos à exportação. De negativo, segundo Oliveira e Galdino (2010), o governo perdeu o momento propício para reformas tributárias como peça chave no ganho de produtividade, para investimentos em infraestrutura e logística, para facilitação de negócios (desburocratização) e para estímulos aos acordos bilaterais de investimentos.

Em uma forma mais geral, outro canal de transmissão da crise foi na exportação de bens primários, como por exemplo, a queda de preços de energia que por um lado beneficia os países importadores, mas por outro lado leva à redução de investimentos e atividade econômica em países dependentes das *commodities*, em particular na África, no Oriente médio e na América Latina, este último aplicável ao contexto Brasil conforme citado anteriormente por autores como Paiva (2009), Prates e Farhi (2009) e Jara, Moreno e Tovar (2009).

### 3 Conclusão

A atual crise financeira, que ocorreu após anos de evolução nos mercados financeiros, apresenta reflexos econômicos e financeiros acentuados nos países desenvolvidos e mais amenos nos países emergentes em diversos setores, impactos amenizados tanto pelo desenvolvimento do mercado de capitais interno quanto pelas políticas adotadas pelos

governos, que ajudaram a amenizar as condições financeiras internas e externas nestes países. A perda de confiança do mercado nos mecanismos financeiros e o efeito contágio desencadeado ampliaram os desequilíbrios globais a níveis relativamente elevados. Os impactos sentidos no Brasil foram abrandados pelas políticas que haviam sido implantadas antes da eclosão da crise, como a estabilização da moeda brasileira pela implementação do Real, a modernização do serviço público, o programa de incentivo a reestruturação do sistema financeiro e a consolidação e modernização da CVM.

Conforme visto ao longo do artigo, a origem e o desenvolvimento da crise foram múltiplos e, mesmo que ainda não seja possível efetuar um prognóstico geral da mesma, pode-se afirmar com grau elevado de certeza que os principais impactos da crise no Brasil foram sentidos nos setores de crédito e exportação, visto que esses setores são mais vulneráveis a desequilíbrios na área do comércio internacional.

Verificou-se neste estudo que os reflexos na economia brasileira estão relacionados à retração das linhas de crédito das instituições financeiras, interrupção de linhas comerciais externas, piora nos custos e prazos de captação e queda no volume de crédito de longo prazo para aquisição de bens duráveis. Destacam-se ainda impactos no preço das *commodities*, nas exportações, na produção industrial, nas flutuações do câmbio, no mercado de derivativos, na desvalorização do preço das ações brasileiras, na redução das entradas de capital e na perda da competitividade. Esses reflexos foram em parte trabalhados pelo governo brasileiro através de medidas para estimular o consumo e a exportação e, dessa forma, a confiança perdida durante o pico da crise vem sendo recuperada ano após ano.

Milhões de dólares têm sido injetados nas economias mundiais para evitar um enfraquecimento ainda maior do sistema financeiro e os reflexos da crise ainda parecem estar longe de terem um final. Considerando sua magnitude e atualidade, a crise financeira mundial continuará norteando estudos que contribuam na identificação de fatores, impactos e soluções propostas pelas economias mundiais como forma de retomada do crescimento e de redução dos efeitos causados pela incerteza e perda de confiança desencadeada nos mercados em momentos de crise.

### Referências

- ALCIDI, C.; GIOVANNINI, A.; GROS, D. History repeating itself: from the Argentine default to the Greek tragedy? *CEPS Commentary*, 2011.
- BAKER, D. The housing bubble and the financial crisis. *Real-World Economics Review*, n.46, 2008.
- BOOKSTABER, R. Understanding and monitoring the liquidity crisis cycle. *Financial Analysts Journal*, p.17-22, 2000.
- BRUNNERMEIER, M.K. Deciphering the liquidity and credit crunch 2007- 2008. *Journal of Economic Perspectives*, v.23, n.1, p.77-100, 2009.
- CONSTÂNCIO, V. Contagion and the European debt crisis. In:

CONFERENCE ON BANK COMPETITIVENESS IN THE POST-CRISIS WORLD. Bocconi University/IntesaSanpaolo. Milão, 10 October, 2011.

CROTTY, J. Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. University of Massachusetts - Amherst, Economics Department. Working Paper Series. Paper n.16, 2008. Disponível em: <[http://scholarworks.umass.edu/econ\\_workingpaper/16](http://scholarworks.umass.edu/econ_workingpaper/16)>. Acesso em: 14 abr. 2012.

TOLEDO FILHO, J.R.; KROENKE, A.; SOTHE, A. Impacto da crise do subprime na provisão do risco de crédito dos maiores bancos nacionais. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v.11, n.32, p.248-259, 2009.

FREITAS, M.C.P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, São Paulo, v.23, n.66, p.124-145, 2009.

GORTON, G.B. The subprime panic. NBER working paper n.14398. 2008. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w14398>>. Acesso em: 13 abr. 2012.

IANNUZZI, E.; BERARDI, M. Global financial crisis: causes and perspectives. *EuroMed Journal of Business*, v.5, n.3, p.279-297, 2010.

JARA, A.; MORENO, R.; TOVAR, C.E. The global crisis and latinamerica: financial impact and policy responses. *BIS Quarterly Review*, p.53-68, 2009.

LEAL, R.P.C.; SILVA, A.C.; THOMÉ NETO, C. Financiamento

externo das empresas com ações negociadas na bolsa em tempos de crise. CEPAL. 2009. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9672](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9672)

MEANING, J.; ZHU, F. The impact of recent central bank asset purchase programmes. *BIS Quarterly Review*, p.73-83, 2011.

OLIVEIRA, A.J.; GALDINO, M. Um ano após a crise: os impactos nas negociações internacionais. *Revista USP*, n.85, p.16-29, 2010.

PAIVA, P. Impact of economic crisis on Brazilian economy. *Revista de Economia Mundial*, n.23, p.227-243, 2009.

PAKRAVAN, K. Global financial architecture, global imbalances and the future of the dollar in a post-crisis world. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, v.19, n.1, p.18-32, 2011.

PORTUGAL, M.S.; BARCELLOS NETO, P.C.F.; BARBOSA, A.E. A crise financeira e econômica atual: origens e desdobramentos. In: MORAIS, I.A.C.; HINGEL, R.R. *A crise econômica internacional e os impactos no Rio Grande do Sul*. Viamão: Entremeios, 2009, p. 21-55.

PRATES, D.M.; FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio real. Textoparadiscussão. Campinas: IE/UNICAMP, 2009.

TRIDICO, P. Financial Crisis and global imbalances: its labour market origins and aftermath. *Cambridge Journal of Economics*, n.36, p.17-42, 2012.

VALIANTE, D. The eurozone debt crisis: from its origins to a way forward. *CEPS Policy Brief*, n.251, 2011.