



ASSOCIAÇÃO  
KEYNESIANA  
BRASILEIRA

# DOSSIÊ DA CRISE II

Agosto de 2010

Website: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>

# **Associação Keynesiana Brasileira**

## **Diretoria**

Luiz Fernando de Paula (UERJ)  
Presidente

Fernando Ferrari Filho (UFRGS)  
Vice-Presidente

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça (UNICAMP)

José Luís Oreiro (UnB)

Marco Flávio da Cunha Resende (UFMG)

Paulo Gala (FGV-SP)

Vanessa Petrelli Corrêa (UFU)

Diretores

## **Patronos**

Fernando Cardim de Carvalho (UFRJ)

Luiz Carlos Bresser Pereira (FGV-SP)

Luiz Gonzaga Belluzzo (UNICAMP)

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo (UnB)

Mário Luiz Possas (UFRJ)

Silvia Maria Schor (USP)

## **Objetivos da Associação Keynesiana Brasileira**

A Associação Keynesiana Brasileira (AKB) foi criada em abril de 2008, durante o seu 1º congresso realizado no Instituto de Economia da UNICAMP. A AKB é uma sociedade civil, sem fins lucrativos, aberta a filiações individuais e institucionais, que tem como objetivo desenvolver o conhecimento da teoria e da economia Keynesiana, entendida como ciência social, mediante: (i) a criação de um fórum científico em nível nacional para o debate das questões de economia Keynesiana; (ii) a promoção, ampliação e fortalecimento do intercâmbio entre os estudiosos da teoria e da economia keynesiana e das disciplinas correlatas, tais como Filosofia, Política, História e Sociologia; (iii) a promoção de encontros, congressos, conferências, cursos e atividades de atualização; e (iv) a divulgação de livros e periódicos relacionados à temática Keynesiana.

Como teoria e economia keynesiana entende-se a compreensão da dinâmica de economias monetárias contemporâneas em que falhas sistêmicas intrínsecas ao funcionamento destas levam freqüentemente a situações de concentração de renda e de desemprego. Nesse sentido, tomando como base a teoria keynesiana e afins, a "mão invisível" do mercado não funciona adequadamente sem o complemento da mão visível do Estado. Em outras palavras, a intervenção do Estado, no sentido complementar aos mercados privados, é imprescindível para criar um ambiente institucional favorável às decisões de gastos privados (consumo e investimento), impactando, assim, a demanda efetiva.

A AKB, em suma, propõe-se a ser um fórum de fomento ao debate sobre a teoria e a economia keynesiana, agregando profissionais de várias áreas das ciências sociais, com especial atenção a discussão sobre os rumos da economia e sociedade brasileira.

## **Autores**

### **Ana Rosa Ribeiro de Mendonça**

Professora do Instituto de Economia da UNICAMP e Diretora da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

### **André de Melo Modenesi**

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e doutor por esta instituição.

### **Ângela Cristina Tepassê**

Mestre em Economia pela PUC/SP.

### **Carlos Eduardo Carvalho**

Professor da PUC/SP e doutor em Economia pelo IE/UNICAMP.

### **Carlos J. Rodríguez Fuentes**

Professor do Departamento de Economia Aplicada da Universidad de La Laguna, Espanha.

### **Daniela Magalhães Prates**

Professora do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) desta instituição. Pesquisadora do CNPq.

### **Eliane Cristina de Araújo**

Professora do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá (UEM) e doutora em Economia pelo IE/UFRJ.

### **Fábio Henrique Bittes Terra**

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia e Coordenador do Curso de Ciências Econômicas.

### **Fernanda Faria Silva**

Doutoranda em Economia pelo CEDEPLAR/UFMG, atualmente na Universidade de La Laguna, Espanha, com bolsa-sandwich do CNPq.

### **Fernando Cardim de Carvalho**

Professor Titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Pesquisador do CNPq. Ex-secretário executivo da ANPEC. É patrono da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

### **Fernando Ferrari Filho**

Professor Titular da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Pesquisador Nível 1 do CNPq. É Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

**Gary A. Dymski**

Professor de Economia da Universidade da Califórnia (Riverside) e Professor Visitante na UFMG, UFF e UFRJ.

**Giuliano Contento de Oliveira**

Professor do Instituto de Economia da UNICAMP e doutor em Economia por esta instituição.

**Guilherme Jonas Costa da Silva**

Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (IEUFU) e doutor em Economia pelo CEDEPLAR/UFMG.

**Jan Kregel**

Professor Senior do *Levy Institute* e Professor Visitante do *Center for Full Employment and Price Stability* da *University of Missouri–Kansas City*.

**José Luis Oreiro**

Professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília, Pesquisador Nível I do CNPq e Diretor de Relações Institucionais da Associação Keynesiana Brasileira.

**José Roberto Afonso**

Economista, mestre pela UFRJ e doutorando da UNICAMP.

**Júlio Sérgio Gomes de Almeida**

Professor do IE/Unicamp e ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda.

**Luiz Carlos Bresser-Pereira**

Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP) e editor da Revista de Economia Política. Foi Ministro da Fazenda (1987), da Administração Federal e Reforma do Estado (1995-1998) e da Ciência e Tecnologia (1999). É patrono da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

**Luiz Fernando de Paula**

Professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e Pesquisador Nível 1 do CNPq. É Presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

**Marco Flávio da Cunha Resende**

Professor de Economia do CEDEPLAR-UFMG, Diretor da Associação Keynesiana Brasileira e Pesquisador do CNPq.

**Maryse Farhi**

Professora doutora do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadora do Centro de Estudo da Conjuntura (Cecon) do mesmo instituto.

**Philip Arestis**

Professor Titular da Universidade de Cambridge, Reino Unido, e Professor Visitante da Universidade do País Basco, Espanha.

**Simone Deos**

Professora do Instituto de Economia da UNICAMP.

**Thomas I. Palley**

Schwartz Economic Growth Fellow na *New America Foundation*, foi anteriormente diretor do *Open Society Institute's Globalization Reform Project* e diretor assistente de política pública da AFL-CIO.

**Vanessa da Costa Val Munhoz**

Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (IE/UFU).

**Vanesa Petrelli Corrêa**

Professora do Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (IE/UFU) e diretora da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

<b>Autor(es)</b>	<b>Artigo</b>	<b>Página</b>
Luiz Fernando de Paula e Fernando Ferrari Filho	Apresentação: Tempos Keynesianos	1
<b>Parte I</b>	<b>Desdobramentos da Crise Financeira Mundial</b>	7
Thomas I. Palley	A Exaustão do Paradigma de Crescimento da Economia Americana	8
Fernando J. Cardim de Carvalho	A Crise Econômica Internacional em 2010: Uma avaliação a meio do caminho	13
Maryse Farhi	<i>Double Dip</i> : A recuperação econômica em questão	16
Gary A. Dymski	Quatro Crises do Sistema Mundial e o Futuro do “Novo Brasil”	20
Jan Kregel	Proteção Natural e Regulação das Instituições Financeiras Pós-Basileia II	26
Vanessa Petrelli Corrêa	Crescimento da Dívida Pública dos PIIGS Europeus e Movimentos Especulativos	32
Philip Arestis	A Tragédia Grega e a Crise da Zona do Euro	36
Luiz Carlos Bresser-Pereira	Dívida Grega: calote ou reestruturação	40
José Luis Oreiro	A Crise na Europa e os Dilemas da Espanha	43
Carlos J. Rodrigues Fuentes e Fernanda Faria Silva	Menos “Arquitetura” Financeira e mais Banco “Funcional”	48
Daniela Magalhães Prates	O Efeito-contágio da Crise Global sobre os Países Emergentes	53
<b>Parte II</b>	<b>Impactos e Respostas à Crise no Brasil</b>	56
Julio Gomes de Almeida	Como o Brasil superou a Crise	57
Ana Rosa Ribeiro de Mendonça e Simone Deos	O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente	63
Carlos Eduardo Carvalho, Giuliano Contento de Oliveira e Ângela Cristina Tepassê	A Relevância da Atuação dos Bancos Públicos Federais Brasileiros diante dos Impactos da Crise Financeira Internacional	64
José Roberto Afonso	(In) Consistência Macroeconômica	71

Marco Flávio da Cunha Resende	Câmbio, Investimento, Poupança e Conta Corrente no Brasil	75
André de Melo Modenesi e Eliane Cristina de Araújo	Determinantes Macroeconômicos da Inflação: implicações para a política monetária	80
Fábio Henrique Bittes Terra e Guilherme Jonas Costa da Silva	Prevenir é Melhor que Remediar: alternativas de políticas econômicas keynesianas para a prevenção de crises financeiras	83
Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando de Paula	Uma Proposição de Política Cambial para a Economia Brasileira	87
Vanessa da Costa Vaz Munhoz	Liquidez Internacional Pós-crise e Controle de Capitais: a taxaço via IOF pode conter os influxos financeiros especulativos no Brasil?	92



## **Apresentação:**

### **Tempos Keynesianos**

Luiz Fernando de Paula e Fernando Ferrari Filho\*

O processo de globalização financeira, em que os mercados financeiros são integrados de tal forma a criar um “único” mercado mundial de dinheiro e crédito, diante de um quadro em que inexistem regras monetário-financeiras e cambiais estabilizantes e os instrumentos tradicionais de política macroeconômica tornam-se crescentemente insuficientes para conter os colapsos financeiros (e cambiais) em nível mundial, tem resultado em frequentes crises de demanda efetiva, determinado fundamentalmente por “forças financeiras”.

De fato, a crise financeira que emergiu em 2007-2008, cujos desdobramentos ainda se fazem sentir nos dias de hoje, é, sobretudo, a crise da globalização financeira, entendida como uma tendência à criação de um mercado financeiro global e de intensificação no fluxo de capitais entre países. Esse processo remonta a crise do sistema de Bretton Woods e a formação do mercado de eurodólares, que, diga-se de passagem, acabou contribuindo para a desregulamentação doméstica dos sistemas financeiros – com o fim da segmentação entre mercados – e a liberalização dos fluxos de capitais.

Como resultado do processo de desregulamentação financeira, observou-se um acirramento na concorrência entre instituições bancárias e, por conseguinte, queda nas margens de intermediação financeira, tendo como resposta uma tendência à conglomeração financeira e um aumento na escala de operação, via fusões e aquisições. Assim, instituições financeiras passaram a explorar diferentes mercados, inclusive de mais baixa renda. No mercado de títulos, desenvolveram-se mecanismos de securitização, estimulados pelo crescimento de investidores institucionais, em que firmas e bancos se financiam “empacotando” rendas a receber. Em suma, uma vez que a securitização permitia a diluição de riscos no mercado, as instituições financeiras passaram a aumentar sua alavancagem, supondo que os mecanismos de auto-regulação do mercado seriam capazes de continuar avaliando corretamente os riscos inerentes às atividades financeiras.

---

\* Respectivamente, Presidente e Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) Emails: luizfpaula@terra.com.br e ferrari@ufrgs.br.

A crise do *subprime* – mercado de financiamento imobiliário de maior risco – acabou por expressar todas as contradições deste processo. A necessidade de ampliação de escala levou as instituições financeiras a incorporarem segmentos de baixa renda em condições de “exploração financeira” – no caso do *subprime*, com taxas de juros variáveis (baixas no início e se elevando ao longo do tempo) – que acabou resultando em um processo de estrangulamento financeiro do tomador de crédito. A securitização, que serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos – títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de *rating*. Tais ativos, como resultado da globalização financeira, passaram, por sua vez, a ser comprados por investidores de diferentes nacionalidades. Criaram-se, assim, novos instrumentos financeiros que não foram devidamente regulamentados pelas autoridades. Mecanismos de auto-regulação mostraram-se falhos devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco: projetos que eram considerados ruins na desaceleração passaram a ser visto como bons no *boom* cíclico.

John Maynard Keynes, em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda* (TG) de 1936, já chamava a atenção para o fato de que, em economias monetárias da produção, a organização dos mercados financeiros enfrenta um *trade-off* entre liquidez e investimento: por um lado, eles estimulam o desenvolvimento da atividade produtiva ao tornar os ativos mais líquidos, liberando, portanto, o investidor da irreversibilidade do investimento; por outro, aumenta as possibilidades de ganhos especulativos. Assim, ao estabelecer uma conexão entre os mercados financeiro e real da economia, Keynes na TG (1964, p.159) escreve que “a posição é séria quando o empreendimento torna-se uma bolha sobre o redemoinho da especulação. Quando o desenvolvimento das atividades de um país torna-se o subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será mal-feito”.

Indo ao encontro de Keynes, nos dias de hoje, a ação dos *global players*, em um mercado mais liberalizado e integrado, faz com que os mercados financeiros convertam-se em uma espécie de grande cassino global. Especulação, em uma economia global, tem caráter disruptivo não somente em mercados domésticos, mas sobre países como um todo, criando uma espécie de cassino financeiro ampliado. Na perspectiva keynesiana, instabilidade financeira não é vista como “anomalia”, mas como resultante da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não

existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market marker* global. Assim, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos “irracionais” dos agentes, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados sem um sistema de regulação adequado.

A crise financeira internacional, cuja origem está nas perdas causadas pelo crescente default dos empréstimos das hipotecas de alto risco do mercado *subprime* americano e que, devido ao fato de que grande parte dessas hipotecas foram securitizadas e distribuídas a investidores do mercado global, acabou tornando-se global, nos induz a duas reflexões. Em primeiro lugar, ela põe em xeque os benefícios concretos da globalização financeira, com mercados financeiros desregulados, inclusive nos países desenvolvidos. Em segundo lugar, ela nos remete, a partir das medidas de natureza fiscal e monetária implementadas pelos países desenvolvidos e, em menor grau, por países em desenvolvimento – tais como injeção de liquidez e de capital nos sistemas financeiros por parte das autoridades econômicas destes países e redução sincronizada da taxa básica de juros dos principais bancos centrais mundiais – para se evitar a repetição de uma grande depressão, tanto a repensar o próprio papel do Estado na economia, quanto à necessidade de re-regulamentar os sistemas financeiros domésticos e reestruturar o sistema monetário internacional.

Recentemente, um artigo escrito por economistas do Fundo Monetário Internacional (Blanchard, O. *et al*, “*Rethinking macroeconomic policy*”, fevereiro de 2010) defende, em tempos pós-crise, uma nova agenda de política econômica alternativa ao "consenso macroeconômico" prevalente até a crise econômica de 2008<sup>1</sup>. Segundo este trabalho, os fundamentos desse consenso foram seriamente abalados com a crise econômica. Em primeiro lugar, a crise mostrou aos formuladores de política econômica que a manutenção de uma taxa estável de inflação não é condição suficiente para a estabilidade macroeconômica. Isso porque o comportamento dos preços dos ativos, dos

---

<sup>1</sup> Para o referido consenso a política macroeconômica deveria ser conduzida com base nos seguintes princípios: 1) fixação de um único objetivo para a política monetária: obtenção de uma taxa de inflação baixa e estável; 2) a política monetária, conduzida sob um regime de metas de inflação, deve ter como único instrumento a taxa de juros de curto prazo; 3) o único objetivo da política fiscal deve ser a estabilização da dívida bruta do setor público como proporção do PIB; e 4) a regulação financeira deve ser pensada de forma independente dos impactos macroeconômicos da mesma, focando apenas em instituições e mercados.

agregados de crédito e, até mesmo, a composição da produção podem criar forças desestabilizadoras dentro do sistema econômico que levam, a médio e longo-prazo, à ocorrência de uma crise financeira de grandes proporções. Em segundo lugar, a fixação de uma meta de inflação muito baixa reduz consideravelmente o espaço para a redução da taxa nominal de juros quando a mesma for necessária para se lidar com os efeitos de uma crise financeira. Assim, os custos da perda de flexibilidade de uma meta de inflação muito baixa superam, em muito, os possíveis ganhos de credibilidade que possam gerar. Em terceiro lugar, a manutenção de um "espaço fiscal" – entendido como uma relação dívida bruta/PIB entre baixa e moderada – se mostrou de importância fundamental para uma pronta e decisiva resposta da política fiscal à crise financeira. Por fim, o escopo limitado da regulação financeira forneceu os incentivos necessários para os bancos criarem operações "exóticas" fora do seu balanço, de forma a contornar os limites de alavancagem estabelecidos pelo Acordo da Basileia, o que acabou por aumentar a fragilidade financeira do sistema como um todo<sup>2</sup>.

Enfim, o próprio *mainstream*, ou parte dele, questiona os fundamentos da política econômica convencional e mesmo os próprios fundamentos da teoria econômica ortodoxa, como a fé cega no funcionamento do mercado, em que a ação de agentes racionais conduziria a resultados “ótimos” (ou próximos a esses) do ponto de vista econômico-social. De fato, há muito economistas keynesianos vêm questionando tais preceitos, chamando a atenção que o modelo “neoliberal” não garante um crescimento econômico robusto e financeiramente estável, além de gerar um crescimento incompatível com a melhoria na distribuição de renda. Para esses economistas, não só Keynes e seus seguidores têm muito a dizer sobre a “economia da depressão”, como também sobre caminhos possíveis para se alcançar uma “economia da prosperidade”. Enfim, está claro que vivemos “tempos keynesianos”, embora os contornos da política econômica que assegure a saída definitiva da crise e, sobretudo, para um mundo pós-crise não estejam muito claros no debate econômico atual. Afinal, os sinais de recuperação econômica mundial têm sido contrastados com sinais preocupantes, como a crise europeia dos chamados PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), e o fato de que a moderada recuperação econômica no mundo tem sido acompanhada de hesitante diminuição no desemprego.

---

<sup>2</sup> Veja, por exemplo, Oreiro, J.L. e Paula, L.F. “Um novo arcabouço de política econômica”, *Valor* 30/03/2010.

O presente dossiê, intitulado Dossiê da Crise II, contendo artigos de economistas brasileiros keynesianos associados à Associação Keynesiana Brasileira (AKB), além de convidados internacionais – todos conhecidos economistas keynesianos que têm participado ativamente das atividades da AKB –, objetiva avaliar os desdobramentos da crise financeira internacional, no mundo em geral e no Brasil, assim como avaliar algumas alternativas de políticas. Algumas questões centrais são aqui tratadas: a crise financeira internacional resulta de uma crise de um paradigma econômico liberal? Quais os motivos da hesitante recuperação econômica mundial? O que está por detrás da crise na Europa? No caso do Brasil, quais foram os fatores determinantes na superação da crise? Passado o susto, quais problemas econômicos devem ser enfrentados e quais devem ser as soluções para os mesmos?

O Dossiê da Crise II está dividido em duas partes. Uma primeira parte analisa a natureza e os desdobramentos da crise financeira no mundo. Uma segunda focaliza os impactos da crise no Brasil e os caminhos de superação para um novo ciclo de crescimento sustentado.

No que se refere à primeira parte, alguns questões importantes são apresentadas. Em primeiro lugar, sustenta-se que a crise da economia americana significou a exaustão de um modelo de ciclo econômico baseado na combinação de inflação de ativos com elevações persistentes no endividamento. A crise financeira, de modo geral, revelou uma crise do próprio modelo liberal, em que falharam os princípios de eficiência dos mercados e sua capacidade de auto-regulação. Em segundo, aponta-se que as vacilações nas políticas implementadas, como uma preocupação possivelmente prematura com os déficits públicos e crescimento da dívida pública, acabam por gerar incertezas ainda maiores em relação à recuperação econômica mundial, podendo até mesmo levar a uma nova contração econômica. Em terceiro lugar, a crise dos PIIGS revela os problemas relacionados à rigidez nas políticas macroeconômicas e às assimetrias nas realidades econômicas na zona do euro, entre países com condições estruturais bastantes diferenciadas, gerando um problema crônico de competitividade externa, uma vez que a adesão ao euro eliminou a possibilidade de se usar a desvalorização do câmbio como instrumento de política econômica. Saídas para a crise são apontadas através da utilização de diversos mecanismos de coordenação de políticas, como adoção de uma política de juros baixos na zona do euro, e países superavitários comprometendo-se a adotar estímulos fiscais e aumentos salariais para estimular o comércio intra-europeu.

Não se descarta inclusive a possibilidade de reestruturação de dívida pública grega dentro do euro.

Na segunda parte deste Dossiê o foco é o Brasil. Avalia-se, em particular, as condições que possibilitaram a economia brasileira a superar o contágio da crise mundial, onde se destaca a importância do papel anti-cíclico dos bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) que evitaram uma contração mais significativa do crédito global na economia, o que junto com a manutenção e aumento do nível do investimento e do gasto público, foram determinantes na rapidez da resposta à crise internacional. Aponta-se, ainda, que se a política monetária tivesse sido flexibilizada prontamente aos efeitos da crise ainda em 2008, possivelmente a economia brasileira nem teria entrado em recessão em 2009.

Ademais, algumas proposições de política econômica são feitas no sentido de permitir que a economia brasileira pós-crise entre em uma rota de crescimento econômico sustentado e financeiramente estável, sem esbarrar em problemas crônicos de restrição externa (leia-se sustentabilidade de longo prazo do balanço de pagamentos) ao crescimento, gerados tanto por déficits crescentes na conta comercial e de serviços, como também em função da própria volatilidade nos fluxos de capitais externos. Neste sentido, avalia-se, entre outras proposições, o uso de políticas de controle de demanda agregada via coordenação de políticas monetária e fiscal (com uso contra-cíclico), a criação de um Fundo de Estabilização Cambial, com recursos fornecidos pelo Tesouro Nacional na forma de títulos de dívida pública, e a implementação de regulamentação sobre fluxos de capitais que permita reduzir a volatilidade na taxa de câmbio e ajude a reduzir pressões advindas de uma excessiva entrada de capitais externos. Enfim, abre-se a discussão para uma nova agenda de política econômica.

**Parte I**  
**Desdobramentos da Crise Financeira**  
**Mundial**

## **A Exaustão do Paradigma de Crescimento da Economia Americana** \*

Thomas I. Palley \*\*

A economia americana está em recessão e os problemas relacionados ao elevado endividamento das famílias criam temores de que essa recessão pode ser mais prolongada e severa do que as recessões de 1991 e 2000. O *Federal Reserve* e o *Tesouro* tomaram medidas sem precedentes na história para estimular a economia por intermédio de reduções da taxa de juros, injeções de liquidez e cortes de impostos, todas as quais são inteiramente justificadas, mas são apenas um paliativo de curto-prazo.

Certamente que os Estados Unidos devem se preocupar com a recuperação cíclica de sua economia, mas também é necessário que nós, americanos, nos preocupemos com o fato de que o paradigma de crescimento que impulsionou a nossa economia ao longo das últimas décadas está esgotado. Isso também tem implicações para a economia mundial, dado que essa tem se apoiado nos Estados Unidos como “comprador de última instância”. Se a economia americana crescer mais devagar, não está claro como os outros países terão a capacidade ou a vontade de desenvolver motores alternativos de crescimento.

A expansão econômica recente começou em novembro de 2001, tendo se caracterizado por um longo período de “crescimento sem emprego” do nível de atividade econômica, sendo que, ao longo da maior parte do período de expansão, o crescimento do emprego permaneceu próximo de zero. Isso levou o *Federal Reserve* a reduzir as taxas de juros apesar da recuperação da atividade econômica, a mantê-las baixas por um longo período de tempo e a aumentá-las de forma lenta e gradual a partir de então. As ações do *Federal Reserve* impediram uma recaída na recessão, mas também levaram ao surgimento de uma bolha no mercado imobiliário. Essas ações também desencadearam uma busca por rendimentos mais altos por parte dos investidores, levando-os a desconsiderar o risco, o qual acabou de manifestando na forma de deflação dos preços das casas e perdas maciças nos mercados de crédito.

Por que a expansão foi tão fraca apesar das reduções de impostos ocorridas em 2001 e os grandes aumentos com gastos militares e com a segurança nacional? A resposta para

---

\* Uma versão desse artigo foi publicada na “The Chronicle Review”. Artigo traduzido por José Luís Oreiro.

\*\* Schwartz Economic Growth Fellow na *New America Foundation*. Email: mail@thomaspalley.com.



essa pergunta encontra-se no dólar sobre-valorizado e no déficit comercial que drenou os gastos, empregos e investimento para fora da economia. De fato, a indústria perdeu 1,8 milhão de empregos entre o final de 2001 e o final de 2007. Esse é um fato sem precedentes na história americana, pois nunca a indústria havia perdido empregos durante uma expansão.

A política americana de dólar forte tem uma responsabilidade razoável pelo déficit comercial. Essa política foi iniciada pela administração Bill Clinton, sob o conselho do Secretário do Tesouro Robert E. Rubin, sendo continuada na administração George Bush. O efeito foi tornar as importações mais baratas e as exportações mais caras, induzindo, portanto, a um aumento das importações, uma redução das exportações e o encorajamento da transferência de produção para o exterior. Isso, por seu turno, gerou cortes de emprego na indústria, reduções na capacidade de produção e no investimento doméstico na produção manufatureira.

A política comercial também desempenhou um papel significativo nesse processo ao encorajar as empresas americanas a moverem suas plantas para o exterior. Em conjunto com essas tendências devemos destacar as políticas de crescimento puxado pelas exportações adotadas pela China e outros países do leste asiático. Essas políticas promoveram as exportações asiáticas e o investimento externo direto nessas economias, prejudicando, assim, as exportações americanas.

O déficit comercial e o desprezo pela indústria são parte de um paradigma de política econômica mais amplo adotado desde 1980, o qual criou um novo tipo de ciclo de negócios. As flutuações cíclicas durante as administrações de Ronald Reagan, George H.W. Bush, Bill Clinton e George W. Bush possuem grandes similaridades entre si e são bastante diferentes dos ciclos observados antes de 1980. As similaridades referem-se ao descompasso entre o crescimento dos salários com respeito ao crescimento da produtividade, grandes déficits comerciais, inflação, perdas de emprego industrial e aumento das dívidas imobiliárias.

Os ciclos econômicos pós-1980 têm se baseado em *booms* financeiros e importações baratas. Os *booms* financeiros proporcionam o colateral necessário para suportar o aumento do endividamento que financia os gastos de consumo. O aumento do endividamento também tem sido suportado pela redução dos critérios de concessão de crédito e pelas inovações financeiras que permitiram um aumento do acesso ao crédito. Enquanto isso, as importações baratas têm atenuado os efeitos da estagnação salarial.

Esse padrão contrasta com os ciclos econômicos anteriores que se baseavam, não no crescimento do endividamento, mas no crescimento salarial ligado ao crescimento da produtividade e no pleno-emprego. O dispêndio, combinado com o pleno-emprego, encorajava o investimento, o que aumentava a produtividade, alimentando, assim, o crescimento dos salários.

A mudança do velho para o novo modelo de ciclo econômico foi o resultado de mudanças políticas profundas associadas à eleição de Ronald Reagan em 1980. Ela inaugurou um período no qual os negócios ascenderam e o trabalho foi rebaixado. Essa mudança foi racionalizada por economistas como Milton Friedman. O velho modelo de ciclos econômicos estava baseado numa combinação entre as inovações institucionais do *New Deal*, que fortaleceram os trabalhadores, e as medidas de administração da demanda agregada idealizadas pela economia keynesiana. O novo modelo de ciclo econômico se baseia em políticas que corroeram e redesenharam as instituições do *New Deal*, enquanto a administração da demanda foi redirecionada para a redução da inflação ao invés de assegurar o pleno-emprego. De fato, a linguagem do pleno-emprego foi descartada.

As diferenças entre os modelos de ciclo econômico posterior e anterior a 1980 podem ser facilmente ilustradas pela política. Previamente a 1980, os déficits comerciais eram vistos como um problema sério porque representavam um vazamento de dispêndio da economia o que reduzia o emprego e a produção. Desde 1980, o déficit comercial tem sido visto com um auxílio importante no controle inflacionário e também como um atenuante dos efeitos da estagnação salarial.

O novo modelo de ciclo econômico também mudou a política monetária. Previamente a 1980, a política monetária era guiada para dar suporte aos mercados de trabalho, mantendo o pleno-emprego e o crescimento dos salários, encorajando o dispêndio que induzia o investimento e o crescimento da produtividade. Agora a política monetária suporta os preços dos ativos para encorajar o endividamento, ao passo que o crescimento dos salários é visto como uma ameaça para a estabilidade da taxa de inflação.

O problema é que o paradigma pós-1980 está esgotado. Após um quarto de século tomando crédito a um ritmo frenético, muitas famílias alcançaram os seus limites de endividamento. Além disso, os preços dos ativos (especialmente as casas) se encontram em níveis elevados e com risco de cair, em alguns casos de forma bastante pronunciada.

Em outras palavras, esse ciclo econômico precisa da inflação de ativos conjugada com o aumento do endividamento para impulsionar o dispêndio.

De forma mais fundamental, não está claro até agora como o crescimento poderá ser retomado em bases sustentáveis. Os consumidores não serão capazes de tomar dinheiro emprestado da mesma forma que fizeram no passado. As taxas de juros baixas provavelmente serão menos eficazes do que antes, sendo o seu efeito sobre o dispêndio similar ao de empurrar uma pedra com um barbante. Anteriormente as famílias possuíam acessos não utilizados ao crédito, os quais proporcionavam uma “base de lançamento” para a recuperação da economia. Atualmente muitas dessas famílias atingiram o limite de endividamento, bem como os bancos estão mais receosos em emprestar para tomadores arriscados.

O refinanciamento das hipotecas deverá ter efeitos mais fracos do que nas recessões anteriores. Em primeiro lugar, o conjunto de hipotecas com elevadas taxas de juros foi refinanciado, em larga medida, nas recessões passadas, deixando pouco espaço para o refinanciamento vantajoso de hipotecas. Em segundo lugar, a queda contínua dos preços das casas fará com que os bancos estejam menos dispostos em refinarciar as hipotecas existentes, muitas das quais podem exceder o valor de mercado das casas.

O ponto fundamental é que o modelo de ciclos econômicos pós-1980, o qual se baseava em uma combinação de inflação de ativos e elevações persistentes no endividamento das famílias, está exaurido. O problema não se restringe à perda do dinamismo econômico que esse processo proporcionava, mas também se refere à possibilidade de queda em uma espiral deflacionária se os preços dos ativos continuarem caindo e as famílias se endividarem ainda mais. Nessas circunstâncias, o *Federal Reserve* será incapaz de fazer alguma coisa para dinamizar o crescimento.

Precisamos de um novo paradigma econômico que restaure o elo entre o crescimento dos salários e o crescimento da produtividade, bem como faça com que, novamente, os salários sejam a principal turbina do crescimento da demanda. Remediar a ruptura de longo-prazo do elo salários-produtividade irá requerer a restauração das políticas que visem à obtenção do pleno-emprego. O pleno-emprego irá proporcionar aos trabalhadores poder de barganha. Isso irá encorajar aumentos de salário, os quais irão alimentar o dispêndio, a produtividade e o investimento. A obtenção do pleno-emprego irá requerer a coordenação entre as políticas monetária, fiscal e cambial para esse fim.

Também será necessária uma mudança no equilíbrio de poder nos mercados de trabalho. Isso irá exigir reformas e uma vigorosa fiscalização das leis do trabalho para acabar com a intimidação dos empregadores sobre os empregados no sentido de impedir estes últimos a se filiarem aos sindicatos, barganhando, assim, contratos de trabalho justos. O salário mínimo deve ser conectado com o salário médio prevalecente na economia de tal forma que o primeiro aumente à medida que a economia cresce. E o seguro desemprego deve ser ampliado e estendido.

Os Estados Unidos também devem começar a reduzir o seu déficit comercial, o qual drena dispêndio para o exterior e prejudica fortemente a indústria. Uma nova política cambial deve impedir a sobre-valorização do dólar com respeito às moedas dos principais parceiros comerciais dos Estados Unidos. Apenas um comprometimento claro e duradouro com tal política irá convencer novamente os empresários a investirem novamente na indústria americana.

Por fim, os países em desenvolvimento devem ser convencidos a abandonar suas políticas de crescimento induzido pela exportação e devem estar focados no desenvolvimento de seus mercados domésticos. No campo da política comercial, isso significa por um ponto final à concorrência internacional desleal baseada em taxas de câmbio sub-valorizadas, subsídios de exportação e restrições desleais de comércio. Isso irá exigir uma nova arquitetura econômica internacional que promova o comércio leal e equilibrado – uma tarefa que irá exigir uma liderança americana altamente esclarecida.

## **A Crise Econômica Internacional em 2010: Uma avaliação a meio do caminho**

Fernando J. Cardim de Carvalho \*

Observando-se a economia mundial em junho de 2010, pode-se dizer que há boas e más notícias, e (alguém se surpreende com isso?) uma enorme incerteza com relação ao futuro mediato.

As boas notícias referem-se, naturalmente, ao sucesso que as políticas macroeconômicas implementadas a partir do final de 2008, em quase todo o mundo, tiveram na contenção dos impactos mais destrutivos da crise financeira de 2007/2008 sobre a produção e o emprego. O produto caiu em praticamente todo o mundo (com a notável exceção de sempre, a China e sua vizinha e a Índia que sofreram apenas desacelerações de crescimento, de muito alto para alto). Em vários países desenvolvidos, a queda foi significativa, como no caso dos Estados Unidos e da Alemanha. Mas significativa como foi, ainda assim foi muito menor do que poderia ter sido, uma vez que nossos parâmetros de comparação seriam dados pela Grande Depressão dos anos 1930. A recuperação que se seguiu, por outro lado, não foi tão surpreendente, já que apoiada e alimentada pela mesma política macroeconômica que conteve a contração do produto. Políticas fiscais expansionistas em muitos países (com a notável exceção alemã), políticas monetárias de sustentação de liquidez, políticas microeconômicas de incentivo a setores específicos, mas de grande impacto, como a indústria automobilística e a de construção civil, todas contribuíram para reviver a demanda agregada e mitigar o impacto das tendências naturais de empresas e consumidores de se retrair frente ao desemprego, às incertezas do futuro, ao excessivo endividamento de alguns setores etc.

Em alguns casos, o ambiente mais favorável esconde desequilíbrios perigosos para a continuidade da recuperação. Certamente o caso mais ameaçador aqui é o da Alemanha, que escolheu recuperar sua economia pelo caminho do *beggar thy neighbor*, que tantos estragos causou na década de 1930. A estratégia alemã consistiu em baratear seus produtos de exportação (especialmente pela contração salarial, uma vez que vem, de algum tempo, perpassando inclusive governos nominalmente social-democratas, como o de Gerhard Schroeder) ao invés de ampliar sua demanda agregada. Com isso, a que

---

\* Professor Titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).  
Email: fjccarvalho@uol.com.br.

voltaremos um pouco mais adiante, a recuperação alemã acabou se apoiando, pelo menos em parte, na geração de superávits em conta corrente que tem como contrapartida os déficits verificados na periferia da área euro, o chamado Club Med, composto por Grécia, Portugal, Espanha e Itália. Sem a possibilidade de se valer da política cambial e da monetária (perdas para o Banco Central Europeu, com a criação do euro), só resta a esses países a contração fiscal. A virtude alemã é paga com o empobrecimento da periferia da área euro, o que, fatalmente, acabará se voltando contra a própria Alemanha em algum momento.

A boa notícia da recuperação do produto é temperada pela incapacidade dessas economias em diminuir o desemprego de forma significativa. Economistas liberais, que, depois do susto inicial, começam a reaparecer no cenário, explicam esse fenômeno tentando reviver noções como flexibilidade de mercados de trabalho, necessidade de se reduzir a proteção social ao trabalhador que lhe tiraria o incentivo a aceitar emprego, tentando fazer ressurgir ideias como a de que o emprego não cresce não porque falta demanda por trabalhadores, mas porque esses têm opções melhores do que trabalhar, especialmente a de “engordar ao sol”, protegidos pelo seguro social. Essas ideias, que se apóiam no exótico conceito de taxa natural de desemprego, que tanto distrai os economistas de direita, liderados pelos semelhantes de Robert Lucas, e seus mais recentes clones, como John Cochrane, da vetusta e respeitável Universidade de Chicago, andaram meio sumidas por algum tempo, mas já brotam aqui e ali no debate público.

O desemprego é alto porque a demanda agregada foi sustentada pela política macroeconômica em nível suficiente para evitar colapsos do sistema produtivo, mas a ambiguidade dos governos de países como os Estados Unidos em relação às suas próprias decisões tende a reduzir sua eficácia. Certamente, o caso mais preocupante é o dos Estados Unidos. A cautela e o discurso dúplice do presidente Obama e seus auxiliares a respeito de sua política econômica são certamente mais geradores de incertezas do que incentivos à reação vigorosa. Ao mesmo tempo em que se defende, por exemplo, a extensão das medidas de sustentação fiscal da demanda (como fez recentemente no Congresso, Larry Summers, assessor mais direto do presidente), o próprio Presidente parece se intimidar com a oposição de conservadores acenando com a necessidade de cortar gastos inúteis e controlar o déficit público. Em seu histórico discurso de posse, o presidente Franklin Roosevelt afirmou audaciosamente que “first of all, let me assert my firm belief that the only thing we have to fear is fear itself”. A

frase, e as ações que dela decorreram, calou fundo no público americano e à audácia do Presidente o povo americano respondeu com a sua confiança e entusiasmo. A timidez e a cautela do governo atual apenas estimulam a timidez e a hesitação.

Com isso, as maiores incertezas do momento dizem respeito aos resultados das políticas empregadas até aqui. No caso americano, e em menor medida também na Europa ocidental, a maior dúvida é o que acontecerá com essas economias, uma vez que as medidas excepcionais de estímulo da demanda agregada tomadas em 2009 caduquem. A probabilidade de renovação desses estímulos não parece muito provável. Pior ainda, é que a preocupação prematura com os déficits públicos e o crescimento da dívida pública interna em países como os Estados Unidos e da Europa ocidental pode levar a uma nova contração econômica, com impactos imprevisíveis. Alguns países, como o Club Med citado antes, já estão sendo forçados a entrar por essa trilha, e essas políticas só tendem a piorar a situação, introduzindo, na verdade, novas incertezas, agora com relação, no curto e médio prazos, à estabilidade política da região, e a mais longo prazo com a sobrevivência da moeda única, que desaparecerá se o preço de sua permanência for a pobreza e o desemprego na periferia da Europa.

Nesse cenário, a melhor perspectiva parece ser a dos países emergentes, nome em código para a China, principalmente, e para aqueles de nós que corremos atrás, a uma boa distância do líder. É possível discutir a capacidade da China de manter seu intenso crescimento, especialmente se se mostrar necessário substituir a ênfase em exportações pelo apelo ao mercado doméstico, mas a suposição de que a China possa assumir a liderança da economia mundial e recuperar seu dinamismo perdido não é séria.

Com tudo isso, reforça-se a hipótese de que se segue um padrão, nos anos 2010, semelhante ao seguido nos anos 1930. Começou-se com um colapso financeiro que não apenas deu grande dramaticidade aos eventos, como também gerou um enorme impacto contracionista sobre o sistema produtivo das economias atingidas. Desta vez, esses impactos foram contidos antes que reproduzissem a catástrofe dos anos 1930, mas, como naquela época, a economia mundial manteve-se frágil e volátil, com expansão aos arranques e paradas, sempre à beira da parada total em função dos eventos os mais variados. Nos anos 1930, essa situação só foi superada pelo monumental choque de demanda agregada representado pela Segunda Guerra Mundial. A possibilidade de que encontremos uma solução menor persiste, até o momento, como uma esperança, mais do que uma expectativa.

***Double Dip:***  
**A recuperação econômica em questão**

Maryse Farhi\*

No momento em que o horizonte econômico internacional parecia indicar uma ainda frágil recuperação, surgem novos problemas que constituem séria ameaça de novo mergulho recessivo. A situação chegou ao ponto do presidente do Banco Central Europeu (BCE), Jean-Claude Trichet, declarar em entrevista recente que “está claro que, desde setembro de 2008, estamos enfrentando a situação mais difícil desde a 2ª Guerra Mundial e, talvez, desde a 1ª Guerra. Vivemos e estamos vivendo tempos verdadeiramente dramáticos”.

A crise financeira adquiriu contornos sistêmicos a partir da falência do Lehman Brothers em setembro de 2008. Essa falência acarretou a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global. Esta crise, que se desdobrou no mundo todo, revelou-se uma crise do próprio modelo neoliberal, em que falharam diferentes princípios, como a eficiência dos mercados, inclusive sua capacidade para se “autoregular”, e a “não intervenção” do Estado na economia. Em seu ápice, bancos e economistas clamavam em alto e bom som pela injeção de trilhões de dólares no “salvamento” de Wall Street e demais praças financeiras dos países desenvolvidos.

Em um primeiro momento, a criação de nova dívida e a geração de déficits públicos foram aplaudidas pelos agentes dos mercados financeiros e pelos investidores. Governos e bancos centrais passaram a realizar elevados volumes de injeções de capital público na forma de assistência de liquidez às grandes instituições, garantias a depositantes e credores, injeções de capital em instituições financeiras, além de lançar mão de vastos recursos para reanimar suas economias, no intuito de evitar uma repetição da grande depressão de 1929-1933. Ademais, os déficits fiscais foram fortemente impactados pela acentuada redução das receitas em função da recessão.

Com isso, a imensa alavancagem do sistema financeiro foi, pelo menos parcialmente, substituída pelo aumento da alavancagem do setor público. Mas, à medida que a forte

---

\* Professora doutora do Instituto de Economia da Unicamp. Email: maryse.farhi@gmail.com.



recuperação dos preços dos ativos, a partir do segundo trimestre de 2009, e dos lucros da maior parte das instituições financeiras fomentou a percepção dos participantes dos mercados financeiros do retorno ao *business as usual*, as convicções neoliberais voltaram a se afirmar. Por um lado, aumentou o poder de barganha dos que se opõem às reformas da supervisão e regulação financeira, além de ter estimulado nova rodada de alavancagem das instituições, valendo-se dos baratíssimos fundos públicos aportados pelos bancos centrais e pelos Tesouros para prover liquidez ao sistema. Por outro lado, as atenções se voltaram para os desequilíbrios fiscais e os estoques de dívida pública, numa dinâmica perversa em que as expectativas privadas e a supremacia dos mercados tendem a transformar uma crise financeira privada em uma crise financeira pública. Tais atenções tiveram uma de suas expressões mais acabadas no forte aumento das posições em derivativos de crédito - tendo por ativo subjacente os títulos das dívidas soberanas - e a forte alta de seus preços.

Não se pode, ademais, deixar de mencionar que uma crise dos riscos soberanos tem um enorme potencial de voltar a se transformar numa crise privada, à medida que os títulos soberanos estão presentes, em elevados volumes, na coluna de ativos dos balanços dos grandes bancos internacionais. Essa nova faceta da crise ameaça a incipiente recuperação econômica e pode provocar o temido *double dip* da economia, que será tão mais grave quanto menor for o raio de manobra das políticas anticíclicas.

Em um primeiro momento, notadamente após a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, a restrição dos créditos bancários atingiu os países bálticos (Lituânia, Estônia e Latvia) e a Islândia, que tinham alta dependência dos empréstimos de bancos internacionais e, sobretudo, europeus. Esses países, inundados de capitais estrangeiros e com um crescimento econômico muito acelerado, a partir do início da década de 1990, sofreram forte impacto da crise financeira em função de seus elevados déficits em conta corrente e dívidas denominadas em divisas (tanto externas quanto internas). Foi-lhes prescrita pelo FMI e pela União Européia uma política econômica de deflação. Recusando-se a desatrelar suas taxas de câmbio do *euro*, os países bálticos se dispuseram a aplicar o instrumento fiscal prescrito. Os resultados dessa política foram uma queda, em 2009, do PIB em termos reais de 18,8% na Latvia, de 15,7% na Estônia e de 11% na Lituânia. Tanto pelo tamanho diminuto dessas economias, quanto pelo fato de que elas tinham se financiado mediante empréstimos bancários, não houve forte impacto dessas crises nos mercados, salvo nos preços das ações dos bancos credores.

Em um segundo momento que se inicia em final de 2009, o problema tem sido a recusa dos agentes de mercado de elevar as proporções dos débitos públicos em suas carteiras. A pressão dos mercados visa, sobretudo, as economias mais fracas da zona *euro*, como Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha. Foi inclusive criado o acrônimo pejorativo de PIGS para designar esse conjunto de países. Alguns chegam a falar em PIIGS porque incluem também a Itália. Mas, a verdade é que as dívidas públicas e os déficits fiscais ampliaram-se consideravelmente em todas as economias desenvolvidas sem que as pressões especulativas as tenham ainda atingido.

Não é um acaso se as pressões dos mercados financeiros visaram especialmente a zona *euro*. O período de *boom* ou de bolha anterior havia ocultado mazelas de várias economias que tinham adotado a moeda única européia e até mesmo encorajado o aumento do ritmo dos gastos públicos (inclusive com o uso de exóticos derivativos para camuflá-los, como no caso da Grécia, que realizou operações com o Goldman Sachs para reduzir o montante de dívida declarada em perto de 2% de seu PIB). Elas estão ligadas ao fato de que os países da zona *euro* não têm o poder de emitir essa moeda (faculdade reservada somente ao Banco Central Europeu), mas podem emitir títulos da dívida pública denominados nela. Ademais, mesmo na ausência, por definição, de um mecanismo de ajuste pela taxa de câmbio, os acordos que levaram à criação da moeda única não contemplavam a existência de um prestador de última instância.

A questão se agravou em função da demora dos governos da zona *euro* em chegar a um acordo para intervir, com o governo da Alemanha se mostrando pouco inclinado a socorrer os países em dificuldades. O intervalo entre a reação inicial dos mercados à situação da Grécia em janeiro de 2010 e o acordo celebrado em maio do mesmo ano foi repleto de declarações ameaçadoras de autoridades alemãs, considerando inclusive a possibilidade de um *default*, caso aquele País não adotasse uma restrição fiscal draconiana. Essas exigências têm provocado verdadeiro tumulto social, além de inúmeras interrogações sobre a eficácia das medidas prescritas que devem provocar uma forte recessão e, por conseguinte, reduzir ainda mais as receitas públicas.

Em boa parte por causa dessa demora, até a sobrevivência da moeda única européia tem sido posta em questão pelos mercados e por diversos economistas, incluindo o ex-presidente do *Federal Reserve*, Paul Volcker. A pressão dos mercados foi ainda magnificada pelas reduções de classificação de risco de crédito da Grécia, Espanha e

Portugal pelas ainda influentes agências de classificação de riscos, em que pese sua muito discutida e reprovada atuação na crise financeira privada.

Como assinalado, em entrevista, por Barry Eichengreen, “é muito tarde para evitar uma dupla recessão (...) a União Europeia não adotou o pacote de resgate até que fosse tarde demais e agora chegou-se a um ponto em que é inevitável a desaceleração da economia”. A magnitude e abrangência desse pacote são sintomáticas da força das pressões dos mercados: os estados da zona *euro* tiveram, em conjunto com o FMI, de engajar-se a despendar US\$ 1 trilhão para estabilizar as dívidas, bem como o BCE foi obrigado a adotar medidas, antes consideradas sacrílegas, como a aquisição dos títulos de dívida pública em poder dos bancos privados. A palavra de ordem nos países da zona *euro* deixou de ser a luta contra a crise e passou a ser “rigor e austeridade”.

Essa reação dos mercados põe em xeque um dos pressupostos dos acordos de Basiléia de que títulos públicos não têm riscos e que, portanto, não é necessário que os bancos mantenham reservas de capital para eles. Também marca, pela primeira vez no que concerne as economias desenvolvidas, a rejeição pelas carteiras privadas do “efeito de portfolio” do déficit público, descrito por Minsky. Por esse efeito, a emissão de dívida pública em um período de crise ajuda a estabilizar a economia, porque provê os agentes privados com ativos seguros.

Diante desse cenário, a discussão atual consiste em avaliar as políticas macroeconômicas suscetíveis de reverter a crise fiscal. A austeridade fiscal contida no acordo entre o FMI e a União Monetária Européia pode provocar forte recessão e reduzir de tal forma as receitas públicas que não seja possível honrar os compromissos assumidos, o que poderia levar a desconfiança dos mercados a se estender para outros países. Outro caminho estaria em um acordo político que permitisse a criação de um fundo de estabilização dos países da zona *euro*, abrindo o caminho para uma elevação dos investimentos e da renda e o conseqüente aumento das receitas fiscais.

## Quatro Crises do Sistema Mundial e o Futuro do “Novo Brasil”\*

Gary A. Dymski\*\*

Até agora, a crise econômica global passou por quatro fases distintas, porém interligadas. Nenhuma delas foi resolvida, ainda; nem está claro se as forças colocadas em movimento irão deter o Brasil. Tudo começou com a eclosão da *crise do subprime*, em setembro de 2007. Ela atacou o sistema nervoso central do sistema financeiro norte-americano e inglês, tal que houve uma corrida bancária contra o banco Northern Rock, que forçou o governo britânico a nele intervir e, quase imediatamente, verificou-se o colapso do mercado de ativos lastreados em *commercial papers* – que financiou o *boom* dos ativos *colateralizados* em obrigação de dívidas (CDO – em inglês *collateralized debt obligations*).

Isso impossibilitou aos bancos, que empacotaram e venderam CDOs, se financiarem no mercado aberto; os investidores também foram afetados pelo medo de continuar mantendo esses papéis em carteira. Essas instituições – na maioria *megabancos* que ocupam o centro do sistema financeiro global – foram obrigadas a lançar de volta esses ativos em seus balanços. Os CDOs tinham uma elevada participação de empréstimos de alto risco, que deixaram de ser honrados, como era de se supor no momento em que eles foram criados. As perdas esperadas para esses ativos cresceram dramaticamente e os bancos tiveram que absorver essas perdas em seus balanços. Assim, gerou-se uma *crise de insolvência dos megabancos* sem precedentes, tanto nos EUA quanto na Europa. O esforço desesperado do *Federal Reserve* (FED) dos EUA e do Banco da Inglaterra, banco central do Reino Unido, para reestruturar e recapitalizar os frágeis *megabancos* – combinando capital privado com fundos de recursos governamentais – encerrou-se quando o resgate ao falimentar banco de investimento Lehman Brothers mostrou-se impossível, em outubro de 2008. Medidas desesperadas – notadamente o programa norte-americano de assistência a ativos problemáticos (TARP – em inglês *Troubled Asset Relief Program*), totalizando US\$ 700 bilhões – foram aprovadas pelos governos norte-americano e britânico para fornecer os fundos necessários para cobrir os alarmantes e inacreditavelmente elevados déficits de capital que surgiam à medida em

---

\* Traduzido por André de Melo Modenesi e Rui Lyrio Modenesi.

\*\* Professor de Economia da Universidade da Califórnia (Riverside) e Professor Visitante na UFMG, UFF e UFRJ. Email: gary.dymski@ucr.edu.

que mais e mais dívidas *subprimes* securitizadas eram classificadas como “em atraso”. A situação tornou-se ainda mais dramática com a revelação de que a American Insurance Group (AIG) – que havia fornecido seguro para uma parcela expressiva dos CDOs, notadamente obrigações lastreadas em hipotecas – não seria capaz de arcar com seus compromissos contratuais.

Ao encerrar o ano de 2008, o FED e o Banco da Inglaterra tiveram que tomar medidas ainda mais drásticas, a fim de manter a liquidez do sistema. Essas medidas restauraram o mercado interbancário, que havia colapsado por um breve período no final do mesmo ano. Concentrar o foco no gerenciamento da crise significou que havia pouco tempo ou atenção política para lidar com outras questões nos EUA e no Reino Unido. O emprego despencou para níveis sem precedentes nos dois países, na medida em que milhares de postos de trabalho foram perdidos, bem como a recessão foi prolongada e não ocorreu um surto de investimento capaz de induzir um novo ciclo de crescimento robusto. Em vez disso, o descontentamento do público cresceu, continuamente, nos EUA e no Reino Unido; em seguida, essa inquietação espalhou-se para o resto da economia mundial, ao mesmo tempo em que uma recessão global finalmente se instaurou.

Até esse ponto, a Comunidade Europeia reagiu de forma lenta a esses eventos, que emergiram do outro lado do Atlântico. O Banco Central Europeu (BCE) relutou em reduzir a taxa de juros ou a fornecer liquidez (na forma de reservas bancárias) de maneira ampla. Desde a sua criação, a Comunidade Europeia baseou-se na crença de que a disciplina monetária e fiscal – cujo monitoramento de todas as nações-membro era feito pela autoridade central – seria capaz de manter a competitividade da Europa no sistema global. Alguns estados-nação incorporados à zona do euro apresentavam, historicamente, uma propensão a gerar elevados déficits fiscais e, em alguns casos, a adotar políticas monetárias excessivamente expansionistas. Pode-se dizer que as nações do Norte instituíram a zona do euro de modo a disciplinar as nações de baixa renda do Sul – agora chamados de “PIGS” (Portugal, Itália, Grécia e Espanha).

Na medida em que a recessão se agravava, as reações das nações da zona do euro se tornavam problemáticas devido a essas restrições – quando estas eram violadas, os operadores do mercado de câmbio podiam assumir posições vendidas em euro como forma de punição pela falta de autocontrole. Nações diferentes reagiram de forma distinta no âmbito da zona do euro, tornando ainda mais confusas as relações entre as políticas macroeconômicas de países vizinhos. Ao final, os países do Sul seguiram a

França e tentaram manter o nível de emprego e, portanto, preservar a estabilidade econômica e política. Entretanto, outras nações do Norte da Europa, especialmente a Alemanha, tentaram exportar sua estratégia de saída da recessão. Como a Alemanha detém uma posição forte em relação à China – quase que, exclusivamente, entre as economias avançadas – esse era um caminho viável para reconstruir a posição externa da Alemanha e para renovar o crescimento econômico. Isso teve, porém, o seu preço: a estratégia alemã de crescimento baseada nas exportações não deixa escopo para uma política keynesiana de ampliação da demanda, que poderia disseminar poder de compra no resto da Europa. Em vez disso, os líderes da Alemanha sistematicamente exigiram mais disciplina por parte dos Estados-Membros do Sul.

Finalmente, a Grécia passou por uma troca de governo em meados de 2009, onde George Papandreou tornou-se Primeiro-Ministro, assumindo as rédeas das mãos de seu antecessor conservador. Em questão de semanas, ficou claro que as finanças gregas estavam em condições abismais – muito pior do que supunham o público e os mercados. Isso marcou o início da fase seguinte da crise, o *colapso da Zona do Euro*. Em consequência, a Grécia teve que recorrer a empréstimos para cobrir os gastos públicos – mesmo depois de ter cortado despesas, reduzindo os benefícios e salários de muitos cidadãos. Como era a Grécia e não, propriamente, a Zona do Euro que tentava se financiar mediante empréstimos, os mercados financeiros tiveram a oportunidade de expressar sua descrença na capacidade da Grécia se reequilibrar. Diante da impossibilidade de desvalorizar sua moeda, a Grécia só podia recuperar o equilíbrio fiscal e comercial cortando drasticamente os salários – para níveis que iriam fomentar descontentamento social, greve e resistência. O primeiro-ministro Papandreou recorreu à Comunidade Europeia em busca de ajuda, mas ao final recebeu apenas um pacote de garantias de empréstimos temporários da Comunidade e do FMI. O “rombo” estrutural da economia grega permaneceu.

Na realidade, logo ficou evidente que outras nações entre os “PIGS” também tinham problemas de desequilíbrio/viabilidade fiscal. Espanha e Portugal estão sendo compelidos – no momento em que se redige este texto – a reduzirem, em larga escala, os gastos públicos, a aumentarem os impostos e a manterem a austeridade. Todas essas medidas vão reduzir a demanda e aumentar o desemprego. A França está seguindo, sob o regime de Sarkozy, um curso de ação confuso e pode até se tornar vulnerável a ataques especulativos.

Por várias razões, a Zona do Euro cada vez mais parece um experimento fracassado. Primeiro, a estratégia preferida dos membros do “Norte” – para infundir competitividade em a toda a Europa por intermédio da austeridade e da restauração da competitividade externa – não funcionará para todas as nações europeias. Segundo, a estratégia keynesiana de fomentar a demanda, que é necessária para revigorar a demanda nas economias-membro do “Sul”, não pode ser implementada sem a concordância de toda a Comunidade em relaxar suas próprias regras. Terceiro, foram feitos esforços para controlar e regular bancos, mas esses esforços foram prejudicados pela indesejável competição dos centros financeiros dos membros da Zona do Euro com a “city londrina” e Wall Street. *Megabancos* e *megaoperadores* argumentaram, de forma bem sucedida, contra a imposição de rigoroso controle das estratégias de especulação financeira altamente alavancadas, sustentando que a imposição de severas restrições em um conjunto de centros financeiros apenas levaria a indústria a bater em retirada para o centro financeiro mais próximo.

Isso nos traz de volta ao ponto de origem da crise financeira, a própria Wall Street. Os *megabancos*, que em 2008 sobreviveram a experiências quase mortais, recuperaram sua pose e reverteram pelo menos uma parte de suas perdas, em 2010. Eles também conseguiram barrar os dispositivos mais onerosos das tentativas, no âmbito do Congresso, de reformar suas práticas. Isso foi obtido com o gasto de vastas somas de dinheiro e pela atuação de legiões de ex-congressistas como lobistas – práticas não só legais, como sancionadas na política americana. Em abril de 2010, recomeçaram, violentamente, as estratégias especulativas de soma zero dos fundos financeiros contra operadores fracos do sistema financeiro global. Porém, o jogo virou. Ao invés de os *megabancos* apostarem contra e assumirem o controle uns dos outros, eles começaram, sistematicamente, a fazer apostas contra as moedas e ativos dos estados-nação, cujos governos eram suspeitos de serem incapazes de honrar suas obrigações fiscais. O fato de os temerosos operadores não estarem dispostos a carregar os títulos de dívidas desses governos – redundando numa profecia auto-realizável – não atormentou, muito certamente, a consciência de ninguém. Porque, como nos “velhos bons tempos” anteriores a 2008, Wall Street e a “city londrina” estavam fazendo enormes lucros explorando os fracos.

Isso nos leva à quarta fase da crise – a *crise das finanças poderosas e disfuncionais*. O que desencadeou a crise financeira foi a disposição dos poderosos *megabancos* de

fornecer recursos para empréstimos *subprime* concedidos, em condições abusivas, a tomadores socialmente excluídos – com pouca consideração ao bem estar a mais longo prazo das famílias e comunidades envolvidas. Nesse estágio avançado da crise, as mesas de operação dos *megabancos* e os administradores de derivativos estavam querendo vender moedas e ativos dos estados-nação, cujos desequilíbrios estavam crescendo de forma descontrolada. Isso irá cortar as últimas e remanescentes fontes livres de demanda nas partes da economia mundial afetadas pela crise. O setor privado nos EUA, no Reino Unido e na Europa não está em condição de investir robustamente, bem como os gastos de consumo continuam anêmicos. Os lucros que hoje os *megabancos* estão fazendo são ganhos de soma zero, em um mundo cujos mecanismos de coordenação foram criados para a prática de “empobrecer o vizinho” da era neoliberal. O mundo, desesperadamente, precisa mover-se em direção a uma nova era keynesiana. Todavia, os robôs de coordenação remanescentes do período neoliberal, com seus mecanismos enviesados em favor do lucro dos *megabancos* globais, estão bloqueando uma nova e eficaz investida governamental sobre um renovado e ameaçador período de estagnação global.

A China continua sendo uma esperança global: a idéia é que ela pode compensar a deficiência da demanda originária da economia do resto do mundo. Porém, a China está, a seu modo, em desaceleração. Sua restrita classe média não é capaz de comandar uma restauração do consumo global e seus setores privado e estatal aparentemente só sabem como gastar mediante formas que criam ainda mais capacidade de produção industrial. Os trabalhadores chineses estão começando a lutar contra as práticas repressivas e de baixos salários de seu governo; mas, uma mudança efetiva por lá parece, neste momento, improvável.

E, diante de tudo isso, como fica o Brasil? O País está entrando no que para muitos parece ser uma nova era de prosperidade. Essa era – que tem sido denominada “Novo Brasil” – foi construída com elevadas ambições, mas tem pés de barro. Um elemento do crescimento do “Novo Brasil” tem sido o aumento nos gastos de consumo; isso – juntamente com as elevadas exportações de *commodities* e de produtos agrícolas, bem como com limitadas exportações industriais – levou a um surto de crescimento do País. Mas, embora esse surto seja impressionante, ele fica bem atrás do passo febril da China e da Índia. Se especuladores externos – ou mesmo os residentes domésticos ricos com



dinheiro estacionado fora do Brasil – se voltassem contra o real, repentinamente ficariam expostas as fragilidades do Brasil.

Nenhuma das quatro dimensões da crise global que se vem avolumando foi ainda resolvida; todas necessitariam de firmes respostas por parte de um governo global ousado, francamente cooperativo, que trabalhasse para reverter as causas fundamentais da crise – superprodução, subconsumo, depredação dos recursos naturais e finanças especulativas. O esforço do presidente Lula para tentar uma saída diplomática para o Irã, não foi bem sucedido como um avanço político, mas, o impulso que essa iniciativa expressa – que agora é o tempo de os líderes globais resolverem velhos problemas, de realmente trabalharem juntos para o bem de todos – é urgentemente necessária, nessa hora. Se a verdadeira cooperação global não puder ser renovada, os mecanismos de arbitragem de soma-zero remanescentes da era neoliberal vão demolir o que resta da prosperidade global. Até a China pode descobrir que não pode sobreviver a isso. Um novo conjunto de procedimentos operacionais é necessário para o Planeta Terra: não apenas protocolos verdes para a sustentabilidade geral dos recursos, mas também protocolos keynesianos para combater o impulso estagnacionista que afeta o sistema econômico global e as pessoas a que esse sistema hoje serve tão mal.

## Proteção Natural e Regulação das Instituições Financeiras Pós-Basileia II\*

Jan Kregel\*\*

Um recente Relatório de Genebra sobre a Economia Mundial, intitulado *The Fundamental Principles of Financial Regulation* (Brunnermeier *et al*, 2009), propôs uma série de medidas para tornar a liquidez sistêmica menos frequente e severa. Mais especificamente, os autores do referido Relatório propõem duas medidas:

1. Regras contábeis para expansão de *funding*: Os “consórcios” de recursos e ativos direcionados para *funding* de longo prazo têm que ser assegurados por mantenedores, cuja mensuração contábil seja transparente e não seja “marcada pelo mercado”;
2. Cobrança explícita de capital para risco de liquidez: As instituições financeiras com posições de ativos de baixa liquidez e longa maturidade e fundos com ativos de curta maturidade devem incorrer em mais elevado coeficiente sobre o capital.

Ademais, o Relatório argumenta que a “confiança do sistema financeiro sobre os recursos de *funding* de curto prazo dos ativos de longo prazo com baixa potencialidade de liquidez de mercado tem sido a causa fundamental da instabilidade financeira”. Uma das mais críticas lições é que, enquanto estamos previamente focados na qualidade do ativo, o risco sistêmico tem muito mais relação com o fato de como os ativos são financiados. Se duas instituições possuem o mesmo tipo de ativos, porém um deles está relacionado a dívidas de longo prazo e o outro a recursos do *overnight* originados dos mercados monetários. Isto faz uma substancial diferença para o potencial do risco sistêmico. Assim, regras de regulação podem fazer uma ligeira distinção de como os mesmos ativos são financiados. A ausência de distinção faz com que os bancos tenham um incentivo em financiar ativos baratos. Este incentivo é mais acentuado quando a curva do rendimento esperado de um ativo possui uma inclinação ascendente em situações de *boom*. Tal fato explica porque houve uma confiança coletiva em ativos de curto prazo nos mercados de fundos institucionais na extensão do *crash* de 2007.

Será que o descasamento da maturidade dos ativos é uma questão inevitável do sistema bancário privado? Depois de tudo, não estará o sistema bancário tomando

---

\* Reflexões apresentadas no *Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina*, Buenos Aires, em 27 de julho de 2009. Tradução do artigo realizada por Fernando Ferrari Filho.

\*\* Professor Senior do *Levy Institute* e Profesor Visitante do *Center for Full Employment and Price Stability* da *University of Missouri–Kansas City*.

recursos de curto prazo e emprestando no longo prazo? Não necessariamente! Existem muitas exceções para se fazer uma análise generalizada e isso também é um problema de grau de escala. Pequenas empresas reclamarão que, dados os erros de garantias dos empréstimos bancários, elas não percebem terem tomado emprestado recursos de longo prazo dos bancos. Ademais, diz-se que esta situação é frequentemente observada entre os titulares de crédito que são mais sujeitos a “divorciarem-se” do que a deixar seus bancos. A realidade é que a redução da demanda de depósitos não é instantânea como ela aparenta. A taxa de declínio dos depósitos domésticos do setor privado em relação ao total das obrigações era uma medida de crescimento do risco de liquidez dos fundos entre os bancos. Efetivamente, “o descasamento das maturidades dos bancos pioraram através dos financiamentos das vendas por atacado” (Ibid., pp. 38-9).

Subsequentemente, Persaud (um dos autores do Relatório de Genebra) expandiu a análise para um artigo, visando mostrar como essa abordagem funcionaria<sup>3</sup>.

Segundo o autor, redistribuir risco, melhor do que tentar eliminá-lo, é a chave para fortalecer os bancos mundiais. Assim, Persaud (2009) argumenta que impor elevados requerimentos de capital não é uma panacéia para os problemas que causaram a presente crise. Esta estratégia, por si própria, reforça muito pouco o sistema financeiro porque ela não leva em consideração as diferenças entre as instituições e os tipos de risco. Ademais, para o autor, elevar os requerimentos de capital não auxilia a igualdade entre tomada de risco e capacidade de risco. Para ele, no centro da regulação moderna está a visão equivocada de que risco é uma propriedade mensurável do ativo; isto é, risco não é singular. Existem, por exemplo, risco de crédito, risco de liquidez e risco de mercado e, ademais, diferentes segmentos do sistema financeiro têm capacidade distintas de cobertura. Assim, risco tem muita relação com qual agente está mantendo o ativo e qual é o tipo de ativo. A noção – comum no congresso norte-americano – é de que existem instrumentos “seguros” para serem promovidos e instrumentos arriscados para serem desconsiderados. Alternativamente, requerimentos de capitais devem ser sensíveis à capacidade natural das instituições em relação à cobertura e aos tipos de risco que ela mantém. Ou seja, é considerado o risco de liquidez. Bancos, tradicionalmente, tomam emprestado dos depositantes que podem sacar seus recursos do *overnight*. Entretanto, bancos têm uma capacidade limitada de manter ativos que não podem ser rapidamente vendidos sem ter uma elevada taxa de desconto. Assim sendo,

---

<sup>3</sup> “How to save the financial system”, *Business Week*, June 18, 2009.

faz sentido requerer capital extra para deixar de lado quaisquer ativos que carreguem riscos de liquidez. Tal risco é mais seguro para ser mantido pelos fundos de pensão e companhias de seguro, pois eles têm *funding* provenientes tanto dos aposentados quanto dos prêmios de sinistros, que geralmente não se “evaporam” no *overnight*.

Ademais, bancos podem ter, efetivamente, posições cobertas contra risco de crédito através da diversificação de seus empréstimos e da utilização do conjunto de informações que eles têm acerca dos potenciais tomadores de recursos. Fundos de pensão são menos capazes de compensarem riscos de crédito. Seus *funding* de longo prazo não auxiliam, pois quanto maior o período de maturação do investimento, maior o período para que haja um *default*.

O caminho para tornar o sistema financeiro seguro é criar mecanismos para que os diferentes graus de risco de uma instituição sejam direcionados para uma situação de capacidade de cobertura. A “regulação” moderna fez o oposto. Ao requerer que os bancos deixassem de lado mais capital para riscos de crédito do que as instituições não-bancárias, os reguladores passaram a encorajar não intencionalmente os bancos a mudarem seus riscos de crédito para aqueles que buscavam uma renda extra, mas que tinham capacidade limitada para cobrir este tipo de risco. Ao não requerer que os bancos disponibilizem capitais extras para cobrir o descasamento da maturidade do investimento, eles encorajaram os bancos a aceitarem riscos de liquidez que não poderiam compensar. Ademais, ao suportarem as valorizações dos ativos “marcados a mercado” (nos quais fazem as instituições manter os valores aos seus preços correntes) e os requerimentos de solvência de curto prazo, os reguladores desencorajaram os emissores e fundos de pensão de tomarem riscos de liquidez que, até então, eram apropriados para eles.

Por que isto foi feito? O objetivo da regulação financeira não seria perseguir e eliminar risco. Tampouco o objetivo seria acumular e proteger o capital, para “somente nos deixar com os bancos gigantes”. Ao contrário, seria necessário diferenciar menos as instituições pelas quais elas são chamadas e mais pelas quais elas são financiadas

Isto parece ser uma proposta razoável *à la* Minsky; porém a análise de Minsky sobre fragilidade financeira e bancária sugere que ela pode conter um obstáculo maior. Conforme Minsky (1977, pp.8-9 e17)<sup>4</sup>: “Instituições financeiras, com expectativas de

---

<sup>4</sup> “Banking and a fragile financial environment”, *Journal of Portfolio Management*, Summer, 1977.

negócios, tomam emprestado e dinamizam instrumentos financeiros. Ao fazerem isso, suas obrigações têm que ser consideradas mais seguras ou mais convenientes para os proprietários de riqueza do que seus ativos. Usualmente, isso sinaliza que seus ativos de longo prazo são superiores às obrigações e às várias margens de segurança de provisões das organizações financeiras (...) Um banqueiro manipula os recursos da população em conformidade com seus próprios recursos. O inverso da relação ativos/valor contábil, razão valor contábil/ativo mostra como os recursos do banco estão sendo investido juntamente com os recursos da população em geral e como os banqueiros operacionalizam seus negócios. A relação valor contábil/ativos é análoga à margem de requerimento imposta sobre as transações no mercado acionário (...) Bancos comerciais e outras instituições financeiras estão inseridas em finanças especulativas: o grau de maturidade de suas dívidas são menores que o grau de maturidade de seus ativos. Eles necessitam, continuamente, atrair depósitos e vender obrigações para serem capazes de assegurar as retiradas de recursos. Sendo suas dívidas [dos bancos e instituições financeiras] de curto prazo, significa que eles são vulneráveis ao desenvolvimento operacional do mercado financeiro. Ademais, mesmo que os ativos dos bancos de longo prazo sejam maiores que suas obrigações, seus ativos são mais de curto prazo do que o volume de capital e os ativos financeiros pertencentes a unidades que estão financiando o banco. Assim, quanto maior o peso dos bancos e dos intermediários financeiros na economia, maior será o peso do financiamento especulativo nos financiamentos das firmas e dos consumidores. Não somente os bancos engajam-se em financiamentos especulativos, mas eles induzem os financiamentos especulativos para outros”

Logo, do ponto de vista minskiano, a proposta de Persaud (2009) que relaciona os requerimentos de capital ao grau de descasamento da maturidade de ativos visa à induzir os bancos a adotarem um financiamento *hedge* para seus ativos. Entretanto, isto reduziria a lucratividade bancária pela diferença entre a liquidez de seus ativos e suas dívidas. Como Minsky argumenta, a equação do lucro pode ser  $P/B = \{P/A\} * \{A/B\}$ , onde P são os lucros, B é o valor contratado das ações dos proprietários e A é o portfólio de ativos do banco. De outra forma,  $ROE=POA*$ , que é a alavancagem. A limitação da alavancagem, por sua vez, limitaria a capacidade dos bancos em financiar seus ativos com obrigações de maior liquidez. Esta redução da liquidez reduziria a ROA (retorno sobre ativos) dos bancos. Em um ambiente de competição, mesmo com uma

limitação estrita das atividades permitidas, isto levaria os bancos a buscar maiores alavancagens para preservar o ROE (retorno sobre patrimônio líquido).

A proposta também gera implicações para as decisões relativas às preferências relativas aos sistemas bancários segmentados e às *holding* financeiras ou ainda às estruturas bancárias universais de tipo europeu. De acordo com as propostas contidas no Relatório de Genebra, as instituições financeiras seriam taxadas e estariam limitadas a manter e negociar os ativos financeiros que lhes proporcionassem vantagens naturais de financiamento adequadas a seus ativos. Isto significa que haveria uma segmentação no sistema, com uma variedade de tipos de atividade e instituições financeiras determinadas pela posição natural de *funding* e incentivadas pelas taxações preferenciais sobre os ativos. Presumivelmente, isto excluiria a formação de *holdings* financeiras, a menos que fossem criadas barreiras chinesas impenetráveis para separar as unidades, determinadas por seus recursos “naturais” de *funding*.

Isto vincula a proposta do Relatório de Genebra de marcar os valores dos ativos às fontes de *funding* e de avaliar os coeficientes de capital de acordo com o grau de cobertura natural provido pelo *funding* natural. No entanto, isso parece não fornecer uma compreensão adequada sobre a forma como os bancos e outras instituições financeiras criam valor e obtêm lucro. Como mencionado anteriormente, do ponto de vista de Minsky, os bancos obtêm lucros através da diferença entre a liquidez de suas dívidas e de seus ativos, e não pelo teor ou pela maturidade de tais ativos. O ponto essencial é saber como os bancos conseguem liquidez para suas dívidas. Aqui, é importante a ideia de Minsky sobre as margens de segurança, ativos segurados com alta liquidez para garantir que sempre possam cumprir suas obrigações. Mais uma vez, o teor dos ativos não é tão importante quanto o mercado no qual estes ativos podem ser vendidos para prover liquidez. Os mercados aprenderam com as crises de Bear Stearns e Lehman and Borthers e sabem que mesmo os ativos de curto prazo e livres de risco podem não ter liquidez.

Ademais, parte da liquidez das dívidas das instituições financeiras pode ser estabelecida através do modo como os riscos são cobertos, ou seja, através da eficiência de sua estratégia de *hedge*, mais do que se a cobertura é natural. Em suma, é importante observar a forma como os bancos cobrem seus riscos e como a regulação pode ser vista

como uma imposição de cobertura<sup>5</sup>. O requerimento de capital é um método muito ineficiente para impor cobertura aos bancos. De fato, estes tendem a fazer justamente o contrário. A regulação deveria incentivar os bancos a aplicarem coberturas apropriadas da melhor forma possível. Isto gera um aumento no ROA e reduz os incentivos para aumentar a alavancagem.

---

<sup>5</sup> Kregel, J. *Past and Future of Banks*, Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di Ricerche, n° 21, Bancaria Editrice, Rome, 1998, capítulo 7.

## **Crescimento da Dívida Pública dos PIIGS Europeus e Movimentos Especulativos**

Vanessa Petrelli Corrêa\*

Os ciclos de liquidez dos mercados financeiros que ocorreram a partir do final da década de 1980 apresentam mudanças importantes em termos do perfil do fluxo de recursos. Estas mudanças têm a ver com as inovações financeiras que se processaram a partir daí, sendo que destacamos o crescimento das operações de dívida efetuadas via mercados de capitais numa situação de abertura financeira.

Um dos fatos a ser destacado é o de que a heterogeneidade dos agentes envolvidos em transações de ofertas de recursos é maior, uma vez que o empréstimo via títulos envolve um grande número de agentes dos mais diferentes perfis. Neste contexto, tendo em vista a dificuldade de conhecimento das condições financeiras do grande número de devedores em diferentes áreas, as agências de *rating* passam ter um papel central no processo de direcionamento de recursos, ao oferecerem informações e darem sugestões quanto às aplicações “mais indicadas”. As “notas” conferidas pelas agências aos devedores afetam, por sua vez, as expectativas dos agentes e isto afeta a exigência de rentabilidade requerida para se comprar determinado título. Outro indicador importante é o chamado “risco-país”, que se refere às exigências de rentabilidade que o mercado está fazendo sobre a colocação de títulos soberanos.

Pretende-se chamar a atenção para o fato de que os movimentos do risco-país que afetam as taxas de juros domésticas são fortemente influenciados por atuações especulativas e por movimentos de expectativas voláteis de mercado e que as notas das agências de *rating* têm grande poder em afetar estes movimentos. Estes fatores, por sua vez, geram efeitos nas taxas de endividamento corrente e sobre as condições das dívidas novas. Considerando estes aspectos, analisaremos brevemente a piora das condições da dívida pública dos países da Zona do Euro após a eclosão da crise de *subprime*, especialmente dos países considerados mais frágeis, os chamados PIIGS (Portugal, Irlanda Itália, Grécia e Espanha), indicando que as questões financeiras dessa piora, ligadas a movimentos especulativos de mercado, não podem ser deixadas de lado.

---

\* Professora do Programa de Pós-Graduação em Economia do IE- UFU (Universidade Federal de Uberlândia). Email: vanplli@ufu.br



Após a eclosão da crise de subprime, especialmente após 2008, observou-se uma forte intervenção dos Estados Nacionais em grande parte dos países do mundo, no sentido de contornar os efeitos perversos resultantes da problematização sobre a liquidez dos bancos e da queda do crescimento provocada pela redução da atividade econômica mundial. Neste sentido, via de regra, os bancos responderam cortando taxas de juros e intervindo como emprestadores de última instância. De outro lado, observou-se também uma atuação pela via dos Tesouros, sendo que os Estados adotaram pacotes de estímulos fiscais, sendo que também houve movimentos de socorro a bancos que se encontravam em má situação.

Este tipo de atuação provocou impactos de aumento nos Gastos Públicos nos países que atuaram dessa forma, observando-se uma rápida piora no déficit público dos países da zona do euro em geral, especialmente da Irlanda, da Espanha e da Grécia, ao tempo em que também se observava uma queda na atividade econômica e um aumento do desemprego. Ocorre que, ao longo de 2008 e, especialmente no início de 2009, as condições para as emissões de dívida pioraram sobremaneira, à medida que os mercados passaram a exigir uma maior rentabilidade.

Observou-se um aumento do risco-país, especialmente dos PIIGS, e este salto foi especialmente forte no início de 2009. O destaque vai para o fato de que as agências de *rating* tiveram uma influência decisiva no aumento do *spread* ocorrido nessa época. De fato, em janeiro daquele ano a Standard & Poors rebaixou a nota da Grécia<sup>6</sup>, da Espanha e de Portugal. Isto, rapidamente, gerou especulações sobre a zona do Euro em geral e causou um aumento dos *spreads* cobrados sobre os títulos soberanos europeus, exceto o alemão. Este *spread* é uma das formas de levantar o citado risco-país, sendo o mesmo medido em pontos base.

Refere-se à diferença de rentabilidade entre um título soberano que é considerado “mais seguro” (o alemão) e de títulos soberanos do país que está sob análise. Note-se que este *spread* é consequência de movimentos de mercado e pode ser resultado de operações especulativas contra determinado país. É o caso, por exemplo, de variações que ocorrem como resultado de vendas a descoberto, efetuada por especuladores que não têm os papéis e os vendem a determinado preço, com a promessa de entrega posterior. O movimento massivo de vendas provoca a queda dos preços e estes mesmos vendedores

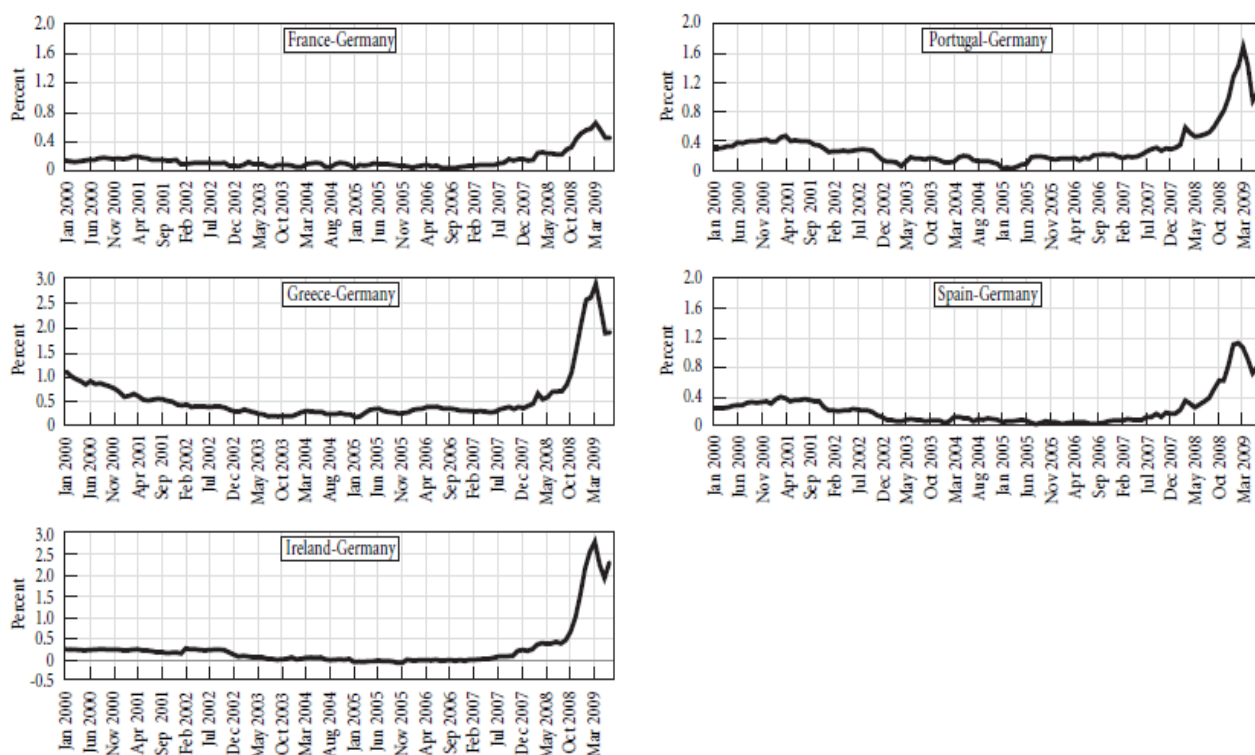
---

<sup>6</sup> O anúncio da fraude das contas públicas gregas ocorreu apenas ao final de 2009. O rebaixamento ocorreu antes desse anúncio.

comprarão, em seguida, os papéis a preços mais baixos para a entrega a que se comprometeram.

Outra forma, de se observar as maiores exigências de rentabilidade sobre dívidas e que é recentemente mais utilizada para observar o risco-país, é o movimento dos CDS (*credit default swap*), que refere-se a um pagamento de “proteção”. Envolve a troca entre o pagamento de um seguro contra *default* e o pagamento de um juro mensal.

**Gráfico 1- Risco País (Benchmark: Alemanha) - Spreads dos títulos do G de 10 anos**



**Fonte:** Eurostat (até 2001); ECB (2002-2009)

Neste sentido, quanto maior a demanda por compra de proteção, maior o juro mensal exigido sobre a mesma. Note-se que, teoricamente, quem compra a proteção é aquele que detém um título que estaria correndo o risco de não ser pago. No entanto, também neste caso, ocorrem operações a descoberto em que alguém compra um seguro, sem ter a posse do título.

No caso da análise que ora efetuamos, o movimento desses dois indicadores pode ser observado no gráfico aonde se destaca a subida abrupta de patamar no início de 2009. O ponto que destacamos é que o movimento de aumento generalizado dos *spreads*

provocou um aumento da taxa de juros vinculadas ao lançamento de títulos dos governos (*Euribor spreads*), tendo impactos sobre o lançamento de dívida nova e sobre a rolagem da dívida antiga, especialmente para os PIIGS.

Ainda que a Grécia continuasse sob maior suspeita, o que se observou no fim de 2009 foi arrefecimento das exigências de mercado para os demais PIIGS. O desnudamento da situação Grega, no fim do ano, no entanto, gerou, de novo, movimentos posteriores sobre a Espanha, Portugal e Irlanda, tendo em vista a alegação do efeito-contágio. Em 2010 retorna a mesma dinâmica de especulação contra estes mesmos países, os PIIGS: aumento dos CDS, crescimento dos *spreads* dos títulos soberanos em operações a descoberto, fatores que geram impactos imediatos sobre a dívida desses países, num momento em que se apresenta baixo potencial de crescimento econômico, haja vista a alta relação que os mesmos têm entre si e com a Europa em geral. Mesmo que se observe o descontrole financeiro mais exacerbado do caso Grego, o que se quer ressaltar é que o movimento de contágio que se processou e que gerou fortes quedas no Euro tem aspectos especulativos fortes e ainda é uma extensão da crise de *subprime*, atingindo países que atuaram diretamente para atenuar os impactos da mesma.

Ademais, outro fator essencial é o de que estes países não têm a possibilidade de operar sobre o câmbio para melhorar a situação da balança comercial. A não intervenção das atividades européias significaria necessariamente a não possibilidade de pagamento das dívidas. Isto, por outro lado, abalaria o capital financiador. Neste sentido, o perigo de contágio mostrou-se central para a continuidade do Euro, especialmente para os bancos franceses, italianos, espanhóis e alemães. De certa forma isto, em parte explica o próprio pacote que acabou sendo acordado e que envolveu o FMI. Então, o que se quer destacar com estas breves considerações sobre estes fatores que afetam as taxas de juros de mercado é a de que movimentos especulativos atingem frontalmente os devedores, gerando impactos de crescimento financeiro abruptos de suas dívidas, tal como já ocorreram várias vezes em movimentos contra a América Latina durante os anos 1990.

## A Tragédia Grega e a Crise da Zona do Euro

Philip Arestis\*

Quando parecia que a recessão global caminhava para o seu fim, as atenções dos mercados financeiros, da imprensa especializada e dos *policemakers* voltaram-se para a “Tragédia Grega” e para a Europa. De fato, as taxas de crescimento econômico começavam a voltar à normalidade, especialmente na Ásia, e os mercados financeiros começavam a precificar, sugerindo o início de um sólido e duradouro período de expansão da economia mundial. Entretanto, os eventos na Grécia se difundiram para a Europa, provocando temores sobre a sobrevivência da zona do Euro, como também, sobre a possibilidade de a economia mundial ter entrado em um repique recessivo. Não é surpresa, portanto, que a agonia da Grécia e do Euro está causando sérias preocupações.

Está-se exigindo da população da Grécia e da zona do Euro, de um modo geral, a aceitar medidas dolorosas, as quais irão, tão somente, deprimir ainda mais a renda, o produto e o emprego. Recentemente os títulos de dívida gregos foram considerados de alto risco pelas agências de classificação de risco, o que pode, não obstante a arranhada credibilidade de tais agências, ensejar desastrosos efeitos em cadeia. Isto não apenas é uma tragédia para a Grécia, como também é o caminho errado para a Europa, a qual necessita mapear sua rota de fuga da crise.

Embora a dívida da Grécia tenha inflado rapidamente e se tornado um pesadelo para seu Ministro das Finanças, o tamanho dos problemas econômicos gregos foi exagerado pela imprensa internacional. Mas, mesmo quando adotamos o ponto de vista pessimista, amplamente aceito, sobre as perspectivas da economia grega, há certa janela de oportunidade. Do ponto de vista da zona do Euro, a “Tragédia Grega” pode resultar em uma integração política mais profunda. Obviamente que não é desejável que o fracasso de uma economia se verifique para que tal integração ocorra. Isto seria um atraso. Todavia, a história nos mostra que uniões monetárias, em particular, alcançam êxito somente quando há integração econômica e, na ausência desta, a integração política é primordial. Nesse particular, não é demais ressaltar que a zona do Euro não desfruta de

---

\* Professor Titular da Universidade de Cambridge, Reino Unido. Email: pa267@cam.ac.uk. Tradução feita por Marco Flávio da Cunha Resende.

uma integração mais efetiva, econômica e política, face, por exemplo, ao fato da diversidade de línguas ser uma barreira.

A política econômica conservadora da zona do Euro é responsável não somente pela perda de competitividade da economia grega (pelo menos parcialmente), como também pelo mau desempenho exportador da Europa. Isto ocorre em virtude do medo da inflação que o Banco Central Europeu (BCE) apresenta, inclusive em tempos de severa recessão e alto desemprego. Contudo, a Grécia encontra-se de fato em apuros e a combinação de uma série de fatores, tais como a restritiva política monetária do Euro, a rigidez dos seus mercados de bens, seu expressivo gastos públicos e, sobretudo, sua incompetente elite política, forneceu amplo espaço para a especulação, ataques do mercado e prolongado descontentamento internacional.

Mesmo assim, o PIB da Grécia declinou menos do que a redução média dos PIBs da zona do Euro e bem menos do que o declínio do PIB de outros países, tais como Irlanda e Espanha. Ademais, o setor bancário da Grécia não viveu recentemente uma experiência negativa severa. Os bancos gregos haviam reduzido seu uso de liquidez do BCE (por exemplo, de 7% do total em junho de 2009 para 5% em setembro daquele ano). O aumento na razão dívida/PIB da Grécia será de 39,8 pontos percentuais entre 2007 e 2011 – o que, pode-se argumentar, é ruim. Porém, a situação grega não é pior que a de outros países, como o Reino Unido e Irlanda, onde a razão dívida/PIB subirá 44 e 71,1 pontos percentuais no mesmo período, respectivamente, e não é muito pior dos casos da Espanha e Estados Unidos, onde esta razão subirá 37,9 e 35,7 pontos percentuais, respectivamente. Estas taxas de crescimento serão muito marcantes, mas não é exatamente a tragédia que alguns sugerem!

Em relação ao risco de falência, o qual muitos acreditam que poderá levar a uma saída da Grécia da zona do Euro, ressalte-se que a dívida grega, pública e privada, está em patamar comparável com aqueles de outros países da zona do Euro. De acordo com os dados do FMI, a dívida média total (privada e pública) da economia da Grécia está atualmente em torno de 179% do PIB. A dívida média da União Européia está em 175%. Diversos países europeus apresentam números bem superiores aos da Grécia: as razões dívida/PIB da Bélgica, Irlanda, Itália, Holanda, Portugal e Espanha são, respectivamente, 219%, 222%, 194%, 234%, 197% e 207%. É bem verdade que a maior parcela da dívida total grega é pública. Mas isto é tão somente devido à inabilidade do mecanismo estatal de coletar imposto sobre o consumo de bens de luxo.

Pode-se dizer que a tragédia fiscal grega tem cinco causas.

Primeiro, havia uma fraqueza fiscal do Estado grego, em particular sua inabilidade em gerar receitas de impostos como proporção do PIB em linha com seus vizinhos europeus, mas, também, havia a indesculpável manipulação estatística das contas públicas. O governo grego perdeu credibilidade ao trapacear sistematicamente com as estatísticas nacionais visando reduzir a magnitude dos seus déficits orçamentários.

Segundo, a União Monetária retirou autonomia das políticas monetária e fiscal, o que gerou rigidez fiscal e eliminou a independência monetária, elevando, deste modo, as pressões sobre o mercado de trabalho para o ajuste da economia. O problema é que os salários na “periferia” têm-se deteriorado mais do que nos países centrais da zona do Euro. Assim sendo, é pequena a margem para a obtenção de ganhos de competitividade pela via da redução salarial, especialmente quando a produtividade na “periferia” vem crescendo mais rapidamente do que no “centro”.

Terceiro, a competitividade relativa da Grécia vem se deteriorando constantemente, especialmente na zona do Euro. Isto se reflete em um déficit contínuo em transações correntes, resultado de aumentos acima da média do custo unitário do trabalho e dos preços e de uma dinâmica mais forte do crescimento econômico.

Quarto, a crise econômica, que representou um clássico choque externo, devastou as finanças públicas, assim como ocorreu em outros países. Este problema ocorreu concomitantemente à pressão de liquidez sobre o setor bancário após 2007. Naturalmente, o BCE socorreu os bancos privados que necessitavam de liquidez. Como consequência da crise, no início de 2009 os Estados centrais e da “periferia” da zona do Euro estavam buscando fundos da ordem de um trilhão de euros, mas, neste caso, o BCE não podia socorrê-los por causa do seu estatuto que o impede de adquirir diretamente dívida pública. Outros bancos centrais teriam intervindo quando os mercados financeiros foram desestabilizados pela ação dos especuladores.

Quinto, o custo dos juros subiu dramaticamente. Isto resultou de uma autêntica preocupação sobre a sustentabilidade fiscal, combinada com severas especulações e, possivelmente, amplas informações enganadoras. Estes fatores causaram um aumento acentuado nas taxas de juros dos novos títulos do governo grego.

Somente o primeiro destes motivos justificaria, de modo inequívoco, a dor, para os gregos, de um ajuste fiscal. Os demais motivos têm uma forte dimensão européia e, por

isso, pedem uma solução europeia. O que é muito necessário é uma resposta coordenada de política econômica ligada aos seguintes elementos:

Primeiro, o BCE deve fornecer todo o suporte possível à consolidação fiscal e ao esforço de reequilíbrio. No curto prazo isto implica o comprometimento do BCE em manter a taxa básica de juros próxima de zero. Segundo, no âmbito do compromisso do governo grego em aceitar um aumento na supervisão em suas finanças, deve ser elaborado um pacote de ajuste fiscal orientado para o longo prazo, cujo desenho deve evitar, ao máximo possível, efeitos negativos de curto prazo sobre a demanda agregada (notadamente visando reduzir drasticamente a evasão fiscal). Tal pacote deve, também, contemplar a obtenção no médio prazo de superávits primários pelo setor público. Este pacote deve ser feito no contexto da negociação do governo com a sociedade em que haveria congelamento de salários e de preços administrados por tempo limitado, além de políticas para aumentar a concorrência no mercado de bens. Terceiro, os países superavitários deveriam se comprometer a adotarem estímulos fiscais e aumentos salariais acima dos ganhos de produtividade por determinado período. De um modo geral, estratégias fiscais de saída deveriam ser coordenadas dentro do Conselho da União Europeia para apoiar a recuperação econômica da Europa como um todo, enquanto a demanda dentro da zona do Euro seja reequilibrada. Para tanto, é preciso elaborar soluções estratégicas sincronizadas. A Grécia e outros países deficitários têm que adotar estas estratégias mais cedo que os países superavitários, como a Alemanha, que as adotariam mais tarde. Após o período de ajuste, as políticas salariais deveriam se voltar para o crescimento de médio prazo da produtividade nacional. Quarto, a União Europeia deveria rever imediatamente seus diversos mecanismos de coordenação de políticas visando fortalecê-los.

A crise da Grécia é uma oportunidade para re-orientar a integração europeia visando o benefício de todos os cidadãos europeus. Mas, as políticas atuais, baseadas na má compreensão das interligações econômicas e na visão equivocada e de curto horizonte temporal sobre os interesses nacionais, ameaçam destruir a União Monetária, retardar a integração europeia e colocar em perigo seu futuro econômico e político. A União Monetária Europeia simplesmente não pode continuar desta maneira. É vital para os *policymakers* europeus encontrar soluções europeias que atendem aos interesses de todos os seus cidadãos. É vital que no longo prazo se alcance um quadro de Estados Unidos da Europa.

## **Dívida Grega: calote ou reestruturação?**

Luiz Carlos Bresser-Pereira<sup>\*</sup>

Depois da Grécia, o que? A Hungria? Ou as perspectivas de baixo crescimento para a Europa? Ou a decepção com a retomada norte-americana? Ou, ainda a Grécia? Os mercados financeiros internacionais são sempre nervosos e instáveis – tristes em alguns momentos, eufóricos em outros, mas sempre em meio a uma dialética de racionalidade e irracionalidade. Nós, economistas, ainda que com um ar mais “científico”, cometemos os mesmos pecados. Diante disso, políticos e empresários – os agentes na economia real – perplexos, não sabem o que fazer. Investir ou não investir? Continuar com a política fiscal expansionista, ou está na hora de cuidar da dívida pública elevada de cada Estado e da dívida externa eventualmente elevada de cada país? E perguntam: estaria a crise em forma de W começando?

Com o problema da Grécia houve de fato uma ameaça de a crise retornar com força. A demora da Alemanha contribuiu para agravar o problema. Entretanto, afinal o Banco Central Europeu (BCE) e aquele País fizeram o que se esperava deles, garantiram a dívida da Grécia e, mais amplamente, a dívida dos demais países do euro e, embora não ficasse tudo resolvido, a crise amainou. Todos sabem que, estruturalmente, o problema da Grécia não está resolvido, porque, mesmo que cumpra fielmente seu programa de ajuste fiscal e seu PIB caia cerca de 3% a 4% nos dois próximos anos, no final desses dois anos, sua dívida pública em relação ao PIB ainda será de 150%.

Diante de um quadro desse tipo, volta a pergunta sobre uma possível saída da Grécia do euro, mas isto é muito pouco provável. A vantagem de ter uma moeda que começaria sua história já desvalorizada em relação ao euro não compensa os riscos de ficar fora da proteção do sistema euro. Existe, entretanto, a possibilidade de reestruturar a dívida pública dentro do euro. É a melhor coisa que a Grécia teria a fazer dado que sua situação é de insolvência, pois mesmo que a taxa de juros sobre seus títulos volte a níveis razoáveis e nesse nível se estabilize, ela não terá condições de honrar seus compromissos financeiros e voltar a crescer.

---

<sup>\*</sup> Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP). Email: lcbresser@uol.com.br.



Mas um leitor poderia me perguntar: o senhor então está propondo um “calote”? Não, meu amigo, estou sugerindo que a Grécia faça uma “reestruturação” com desconto. Que é a mesma coisa que um calote e algo muito diferente. É a mesma coisa porque para o credor o resultado é o mesmo: recebe apenas parte de seu crédito. É muito diferente, porque na expressão calote existe um tom pejorativo que sugere um devedor irresponsável. A reestruturação tem uma conotação mais amena, porque reparte a culpa entre o devedor e os credores e, principalmente, porque afinal todos ou a grande maioria compreendem que era a única solução racional para o problema dada a insolvência do Estado grego.

Quando uma crise de dívida soberana é resolvida por um “calote” ela é geralmente mal resolvida porque isso significa que não havia insolvência, ou que os mercados financeiros não aceitaram o diagnóstico de insolvência do país devedor, e julgaram que ele agiu de má fé. Quando temos uma reestruturação, embora ela seja em princípio unilateral ou quase unilateral, o problema se resolve muito melhor, porque, afinal, o que ela faz é sancionar uma perda dos credores que mercados financeiros razoavelmente eficientes já devem ter antecipado pela precificação dos créditos com desconto.

Os governos de países cujo Estado se tornou insolvente têm medo de fazer uma reestruturação porque temem que seja vista como calote. Compreendo esse medo. Os mercados financeiros, os governos dos países ricos e o Fundo Monetário Internacional fazem sempre o que se espera do “*establishment*”: pressionam para que o país faça o ajuste ao invés de reestruturar a dívida. E sempre ameaçam que a ação será considerada um calote e que, afinal, o país será obrigado a se curvar dada a força dos credores ou a da lei internacional.

Se o quadro não for de insolvência, mas de liquidez – de mero desequilíbrio entre vencimentos e receitas – essas ameaças poderão valer. No caso, porém, como é o da Grécia hoje, em que o quadro de insolvência esteja claro, essas ameaças são antes retóricas do que reais. Os mercados financeiros sabem que a reestruturação é necessária. Sabem porque seus economistas e seus operadores viram os números e sabem o que eles significam. Sabem também porque economistas, como Martin Wolf, e publicações econômicas que eles respeitam, como, por exemplo, *The Economist*, afirmaram que essa será provavelmente a solução mais adequada para a

crise grega. Esses economistas e essas publicações constituem uma espécie de “opinião pública” financeira, que, como toda opinião pública, pode estar errada, mas não é o que importa; o importante é que ações realizadas de acordo com ela ganham legitimidade imediata.

Não há razão para o mundo voltar a mergulhar na crise. Ela ainda custa muito caro aos países ricos, mas foi bem enfrentada por seus governos e suas economias estão a caminho da recuperação. No percurso, crises como a da Grécia podem ocorrer, mas se seu governo tiver a coragem e a determinação de fazer o que precisa ser feito, os demais governos e o próprio mercado financeiro compreenderão, tal que esse foco de crise estará brevemente neutralizado, ao invés de ficar supurando por muito tempo.

## A Crise na Europa e os Dilemas da Espanha

José Luis Oreiro\*

A moeda comum europeia, o Euro, foi implantada em 1999 como mais uma etapa no que se entendia como um processo que deveria conduzir o Velho Continente a tão sonhada unificação política, a qual, por sua vez, era vista por muitos europeus como condição necessária para a Europa reassumir sua liderança histórica no mundo, suplantando os Estados Unidos. Passados mais de 10 anos da introdução do Euro surgem dúvidas cada vez maiores sobre a sustentabilidade da moeda comum a médio-prazo.

Os países que compõe a área do Euro são bastante heterogêneos no que se refere tanto à sua competitividade externa como à sua situação fiscal. Essas diferenças impõem limites bastante estreitos para a condução de políticas anti-cíclicas “autônomas” por parte dos países da área do Euro.

Nesse contexto, podemos identificar dois grupos de países. No primeiro grupo, composto basicamente pela Alemanha, o crescimento do PIB é liderado pelas exportações, a taxa real de câmbio permanece em patamares razoavelmente competitivos e a situação fiscal (medida pela relação dívida/PIB e déficit público/PIB) permite o uso moderado da política fiscal por vários anos como instrumento de política anti-cíclica. Em um contexto de forte apreciação do Euro frente ao dólar e outras moedas, a competitividade externa da economia alemã foi mantida nos últimos 10 anos graças a uma política de “moderação salarial” adotada pelos sindicatos alemães, os quais, em troca da manutenção dos empregos industriais na Alemanha, aceitaram que um crescimento do salário real muito abaixo da produtividade do trabalho. Essa política salarial permitiu uma queda acentuada do custo unitário do trabalho na Alemanha relativamente aos demais países da área do Euro, viabilizando a manutenção da competitividade da economia alemã e a importância da indústria e das exportações como motor do crescimento de longo-prazo da maior economia da Europa.

O segundo grupo de países é constituído pelos PIIGS: Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Em que pesem a existência de algumas diferenças entre os referidos países, podemos destacar a presença de alguns traços comuns a esse grupo de países. Com

---

\* Professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. E-mail: joreiro@unb.br. Página Pessoal: [www.joseluisoreiro.ecn.br](http://www.joseluisoreiro.ecn.br).

efeito, esses países sofrem de um problema crônico de competitividade externa, o qual se reflete em grandes déficits em conta-corrente (no caso da Espanha quase 10% do PIB em 2008) somado com desequilíbrios fiscais que variam de moderado (no caso da Espanha) à gravíssimo (o caso da Grécia). O regime de crescimento desses países nos últimos anos foi, em larga medida, *finance-led*, ou seja, liderado pelo aumento do consumo (e do investimento imobiliário) financiado com endividamento privado e aumento dos preços dos ativos. A combinação entre desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas não só torna muito estreito o espaço para a utilização da política fiscal de forma anti-cíclica, como ainda inviabiliza as chances de uma recuperação do nível de atividade por intermédio de um aumento da demanda doméstica privada. Dessa forma, a única saída que esses países têm para a atual crise consiste em um aumento forte e sustentável das exportações, o qual, no entanto, fica no aguardo da recuperação da economia mundial, uma vez que: (i) a adesão ao Euro eliminou a possibilidade de se usar a desvalorização do câmbio como instrumento de política econômica; e (ii) os sindicatos desses países não têm a mesma “visão estratégica” dos sindicatos alemães e aparentemente não estão dispostos a trocar redução de salário real por garantia de manutenção de emprego no presente e no futuro. Sendo assim, os países desse grupo não têm como promover um ajuste rápido de sua competitividade externa, o que deverá mantê-los por um período longo de tempo numa situação de estagnação econômica.

A crise recente da Grécia expôs as fragilidades da área do Euro. Em função das desconfianças crescentes dos mercados financeiros a respeito da solvência do setor público na Grécia, as taxas de juros dos títulos da dívida pública desse país aumentaram consideravelmente nos últimos meses o que terminou por agravar a situação fiscal gregas, criando um ciclo vicioso: piora das expectativas do mercado financeiro levando a um aumento das taxas de juros que, por sua vez, gera um agravamento da situação fiscal, conduzindo a uma nova piora das expectativas do mercado financeiro. Como no contexto do arranjo monetário prevalecente hoje na área do Euro o governo da Grécia não pode contar com o apoio financeiro do Banco Central Europeu para monetizar, ao menos uma parte, do seu enorme déficit fiscal, segue-se que a eliminação desse ciclo vicioso exige um ajuste fiscal draconiano por parte do governo grego, justamente no momento em que a política adequada, por conta do quadro recessivo que vive o País, e da ausência de outros instrumentos de política econômica, é a manutenção dos déficits

fiscais. A Grécia encontra-se, portanto, entre a Cruz e a Espada: se não fizer um ajuste fiscal forte e crível, os mercados financeiros internacionais irão exigir taxas de juros cada vez mais altas para o financiamento do seu déficit fiscal, o que irá conduzir o País inexoravelmente ao *default*; se fizer o ajuste fiscal requerido pelos mercados, poderá obter um alívio nas condições de financiamento do seu déficit público às custas de um aumento significativo do desemprego e queda do nível de atividade econômica. Nessas condições, a sociedade e os políticos da Grécia podem, em algum momento, perceber que os custos de manutenção do País na área do Euro superam os seus benefícios, o que levará a Grécia a abandonar a moeda comum. Se isso acontecer, a pressão sobre os demais PIIGS, principalmente a Espanha, pode se tornar insuportável, levando a um efeito cascata de saída de países da área do Euro.

Com efeito, a Espanha, a quarta maior economia da área do Euro – com um PIB de US\$ 1,6 Trilhão – foi profundamente afetada pela crise econômica mundial. A taxa de desemprego passou de 8,2% da força de trabalho em 2007 para 11,3% em 2008, fechando 2009 em torno de 20%. O PIB espanhol apresentou uma contração de 3,6% em 2009 e as expectativas do FMI para 2010 são de uma nova contração de 0,7%.

A *performance* da economia espanhola nos últimos anos teve também um profundo impacto sobre a sua situação fiscal. Até 2007, a Espanha vinha reduzindo a dívida pública como proporção do PIB. Com efeito, entre 2004 e 2007 a dívida pública apresentou uma expressiva redução, caindo de 48% para 38% do PIB. Ou seja, a Espanha, ao contrário dos demais PIIGS, não estava fazendo uma “farra fiscal”; pelo contrário, a gestão fiscal da Espanha era sólida e responsável, condizente com os “princípios básicos da ortodoxia”. Após 2007, contudo, a dívida pública passa a apresentar uma elevação expressiva, alcançando o patamar de 70% do PIB no início de 2010. Essa deterioração resultou das diversas medidas de estímulo fiscal que o governo do primeiro-ministro José Luiz Zapatero vem adotando desde 2008 para estimular a combalida economia espanhola e para evitar que a recessão se transformasse numa depressão. Como consequência dessas medidas e da própria recessão, o déficit orçamentário espanhol foi de 11,9% do PIB em 2009.

A deterioração do quadro fiscal da Espanha tem levado os mercados financeiros a temer um calote por parte do governo espanhol. Os mercados pressionam o governo da Espanha para adotar rapidamente medidas no sentido de reduzir o déficit fiscal. Em função dessas pressões, o governo da Espanha já sinalizou sua intenção de cortar gastos

e aumentar impostos, de forma a reduzir o déficit orçamentário para 3% do PIB até 2013. Mas será essa política a mais adequada para a Espanha sair da crise na qual se encontra?

Fazer um ajuste fiscal dessa magnitude, em um prazo relativamente curto de tempo e considerando o contexto de que a Espanha apresenta elevada taxa de desemprego e grande ociosidade da capacidade produtiva, não parece ser uma política muito sensata. Isso porque o ajuste fiscal implica em uma contração da demanda do setor público (ou, analogamente, num aumento da poupança do setor público) e a economia espanhola precisa de mais demanda, e não menos, para se recuperar. Além disso, nos próximos anos o setor privado espanhol, atolado em dívidas que superam, em muito, a dívida do setor público, terá que reduzir o seu nível de dispêndio para tentar ajustar os seus balanços. Com efeito, o endividamento do setor privado (empresas e famílias) era de cerca de 4,1 trilhões de dólares no final de 2008 segundo dados da McKinsey Global Institute, quase três vezes o valor do PIB da Espanha. *Esse enorme endividamento do setor privado irá exigir uma redução muito forte do dispêndio das famílias e das empresas da Espanha.* Dessa forma, os gastos de consumo e de investimento do setor privado deverão permanecer estagnados por vários anos. Em outras palavras, a poupança privada (soma das poupanças das famílias e das empresas) terá que aumentar muito nos próximos anos para reduzir o enorme endividamento do setor privado.

Em face do aumento necessário da poupança privada, a recuperação da economia espanhola exige ou uma redução da poupança pública – política que vem sendo adotada até o presente momento pelo governo espanhol – e/ou uma redução da poupança externa, ou seja, um aumento do saldo em conta-corrente. O espaço para a utilização da política fiscal para estimular a economia está rapidamente chegando ao fim. Embora países como a Itália tenham uma dívida pública como proporção do PIB muito maior que a Espanha, o ritmo de deterioração fiscal da Espanha é assustador. Se essa velocidade for mantida, em poucos anos a dívida pública da Espanha irá superar 100% do PIB. Não é demais salientar que, recentemente, os mercados sinalizaram que não estão dispostos a tolerar uma deterioração muito mais forte da situação fiscal da Espanha.

Isso deixa a Espanha com uma única solução possível: reduzir a poupança externa, ou seja, cortar o seu gigantesco déficit em conta-corrente. Entre 2003 e 2008 a Espanha vivenciou uma explosão do seu déficit em conta corrente, o qual saltou de 30,8 bilhões

de dólares em 2003 para 154,1 bilhões de dólares em 2008, o que equivale a quase 10% PIB. O aumento do déficit em conta-corrente resultou, em larga medida, do aumento do déficit comercial espanhol, o qual passou de 45,1 bilhões de dólares em 2003 para 129,6 bilhões de dólares em 2008.

Se a Espanha não estivesse na área do Euro, a solução seria simples: bastaria uma forte desvalorização da taxa de câmbio, para impulsionar as exportações, contrair as importações e aumentar as receitas com o turismo. O problema é que a adesão à moeda única europeia tirou a possibilidade de usar a taxa de câmbio como instrumento de política econômica.

Então como a Espanha pode sair desse imbróglio? Existem duas alternativas possíveis. A primeira é produzir um ajuste na competitividade da economia espanhola por intermédio, não de uma desvalorização do câmbio, mas de uma queda dos salários. A redução dos salários teria o efeito de produzir um aumento da relação câmbio/salário, reduzindo, assim, os custos das empresas espanholas em euros, o que teria o mesmo efeito de uma desvalorização do câmbio, caso a peseta ainda fosse a moeda corrente da Espanha. O problema com essa saída é que a sua implementação irá contar com a fúria dos sindicatos espanhóis, o que certamente torna muito custosa essa alternativa.

A segunda alternativa é o abandono puro e simples do Euro. Nesse cenário, a Espanha volta a ter uma moeda corrente própria e poderá desvalorizar o câmbio para incentivar as suas exportações. Os custos dessa alternativa também serão elevados. Certamente haverá corridas aos bancos, fuga de capitais e moratória de todos os contratos em euros no País. A adoção dessas medidas exigirá que a Espanha adote fortes controles a saída de capitais, os depósitos a vista terão que ser parcialmente congelados e o governo deverá intervir nos contratos de dívida em euros para arbitrar ganhos e perdas entre as partes.

## Menos “Arquitetura” Financeira e mais Banco “Funcional”

Carlos J. Rodríguez Fuentes\* e Fernanda Faria Silva\*\*

É muito conhecida a relevância que o crédito bancário tem no financiamento da atividade econômica espanhola. Enquanto os empréstimos bancários representaram cerca de 180% do PIB espanhol no ano de 2008, os volumes de títulos de renda fixa emitidos e a capitalização bursátil realizados pela maior Bolsa da Espanha (a de Madrid) estiveram em torno de 78,33% do PIB<sup>7</sup>.

O predomínio de pequenas e médias empresas no tecido empresarial espanhol realça ainda mais a importância do setor bancário, à medida que os dados referentes à estrutura financeira de tais empresas apontam para a maior dependência com respeito ao crédito. Por tudo isso, não nos surpreende que na última etapa da expansão econômica espanhola tenham sido registradas taxas tão elevadas de crescimento creditício.

Durante o período de 2004-2007, as taxas de crescimento do crédito estiveram elevadas e bem próximas a 20%. A partir de então, a situação do mercado de crédito na Espanha tem mudado substancialmente. Pelo Gráfico 1, abaixo, é nítida a queda abrupta das taxas de crescimento do crédito a partir de 2008, sendo que tudo isso ocorreu concomitantemente às medidas de estímulo econômico e de apoio a este setor. Em paralelo, a referida Figura também registra a queda das taxas de crescimento do PIB espanhol, a partir de 2006. Diante desse contexto, ainda existe uma grande preocupação com respeito ao escasso impulso que se observa no mercado creditício, sendo que ainda sobressaem algumas inquietações. Como por exemplo: a quem se deve a atual situação de paralisia no mercado de crédito espanhol, se comparado com os anos anteriores? Para entender tal letargia é necessário resgatar os fatores que explicam o estímulo e o dinamismo da etapa anterior, uma vez que, se foi excepcional o *boom* do período recente, cremos que a exuberância da etapa anterior o foi ainda maior.

Indo nessa direção, a notável expansão do crédito bancário na Espanha entre os anos 2000 a 2008 se deveu, entre outros fatores, às melhorias na eficiência produtiva desse setor, favorecida pela sua liberalização. Tal processo engendrou um maior nível de

---

\* Departamento de Economía Aplicada da Universidad de La Laguna, Espanha.

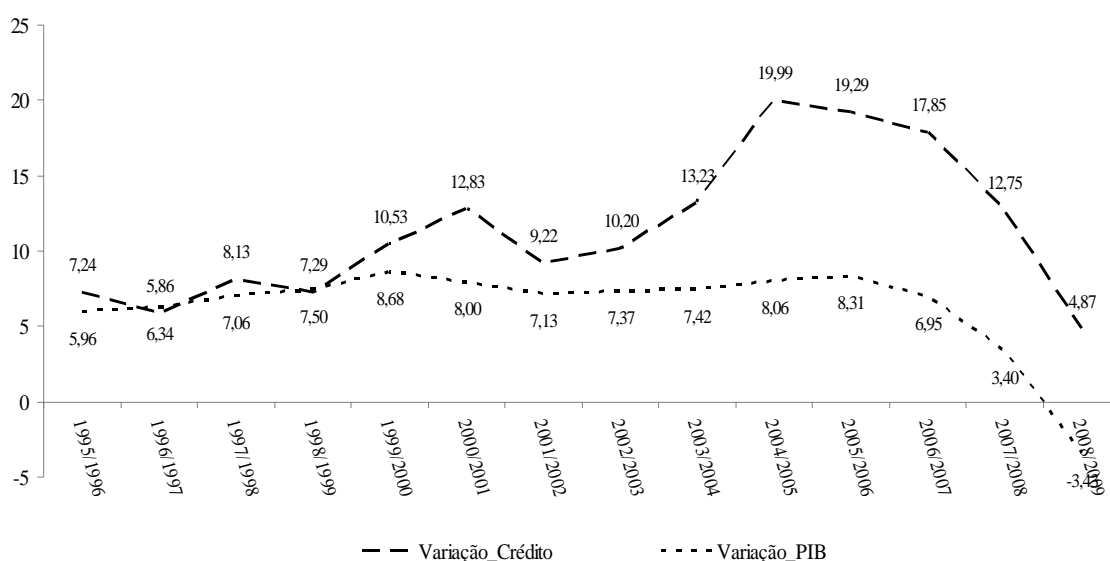
\*\* Doutoranda em Economia pelo CEDEPLAR/UFMG. Email: ferfaria@cedeplar.ufmg.br

<sup>7</sup> Segundo os dados, respectivamente, do Boletim Estatístico do Banco da Espanha (2010) e do Anuário Estatístico de Espanha/ INE (2010).



concorrência que incidiu na redução dos tipos de juros, impondo novos reajustes nos resultados das entidades financeiras, de modo a que estas não perdessem participação de mercado no segmento tradicional de bancos minoristas. De fato, a mudança exigia (e assim se procedeu) uma redução progressiva das elevadas margens de intermediação do setor, que seria compensada não somente com maiores níveis de eficiência, como também pelo aumento da escala operativa (ou seja, pela ampliação do número de operações de intermediação) e pela exploração de novos mercados (crescimento de outras rendas). O aumento na escala de operações foi facilitado pela existência de uma demanda crescente e favorecida pelas condições de baixas taxas de juros aplicadas ou pelas expectativas de alta rentabilidade associadas às operações de endividamento (principalmente pelas operações imobiliárias). Todas estas condições culminaram no crescimento do que eufemisticamente se denominou alavancagem financeira, ou aumento do endividamento que, agora, caracteriza-se como excessivo.

**Gráfico 1: Variação Inter-anual do Crédito e do PIB na Espanha, em %**



**Fonte:** Elaboração própria a partir dos dados do Banco de Espanha e INE (2010).

Não se deve esquecer que, em boa medida, as condições financeiras extraordinariamente favoráveis vivenciadas nos períodos excessivamente expansivos da economia foram resultado direto do acesso da Espanha à União Monetária Européia, em 1999. Tal acesso teve ao menos duas conseqüências importantes: (i) exigiu uma considerável redução das taxas de juros no país, no sentido de que estes tendessem ao nível exigido pelos critérios de convergência; e (ii) proporcionou um acesso mais

imediate e barato aos mercados financeiros internacionais. Nesse sentido, convém recordar que a mesma taxa de juros de mercado interbancário na Espanha se situava acima em 15,3% em 1990; no entanto, em 1998 já estava no patamar de 3,3%, sendo que, deste então, vem permanecendo em torno desse patamar (3,2%). Por outro lado, os dados da Conta Financeira elaborados pelo Banco de Espanha apontam que no ano de 2008, para o conjunto de setores institucionais da economia espanhola, foi concedido um pouco mais de 156,0 bilhões de euros em empréstimos ao resto do mundo. Em contrapartida, neste mesmo ano, a economia espanhola havia recebido do resto do mundo, por este mesmo conceito, um total de 338,0 bilhões de euros (para o ano de 2001, estas cifras foram, respectivamente, 61,0 bilhões e 131,0 bilhões).

Portanto, de tudo o que foi exposto acima, se pode concluir que o crescimento do crédito nos anos anteriores ao período de bonança esteve alimentado, em boa medida, por fatores extraordinários, alguns dos quais teriam um caráter temporal, reversível e, inclusive, preocupante. Por isso, resulta inapropriado desejar resgatar os anos de exuberância financeira, tendo em vista que boa parte dessa explosão creditícia foi facilitada pela existência de condições financeiras conjunturalmente favoráveis e pouco sustentáveis no longo prazo (já alimentadas por uma demanda creditícia com acentuado caráter especulativo, principalmente as advindas do setor imobiliário), o que não contribuiu para melhorar o potencial de crescimento, a competitividade e os níveis de produtividade da economia espanhola no longo prazo.

Nesse sentido, seria pouco produtivo, então, que sigamos perguntando o quê podemos fazer para recuperar o ritmo de crescimento de crédito verificado durante o período de 2000-2008. Ao contrário, a pergunta deve ser outra: O quê se pode fazer para evitar que os abusos da engenharia financeira prejudiquem o papel central que os bancos desempenham no crescimento econômico? Em nosso ponto de vista, um dos mais importantes riscos atuais está no fato de que, para corrigir os excessos promovidos pela engenharia financeira no passado e restaurar a confiança perdida no sistema financeiro, é necessário erradicar o caráter “funcional” do sistema bancário devido à obsessão em garantir a sua máxima eficiência financeira.

Ademais, outras questões merecem atenção: Por que o crédito bancário não cresce no mesmo ritmo que antes? As entidades bancárias não querem ou não podem emprestar? Ou seria devido ao fato de que as empresas e particulares não querem/ não podem se

endividar? O que se pode fazer, desde o âmbito da política monetária, para reativar o canal creditício na Espanha?

A primeira das perguntas levantadas cremos já haver respondido nos parágrafos anteriores, ou seja, o acentuado crescimento do crédito não poderá se repetir, tendo em vista que isto aconteceu mediante circunstâncias financeiras excepcionais. Marcadamente, tais circunstâncias foram: um acentuado decréscimo da preferência pela liquidez dos agentes (em especial, dos bancos); baixas taxas de juros; aumento do financiamento obtido via mercados internacionais; e expansão contínua da demanda creditícia como consequência das expectativas de revalorização futura dos ativos imobiliários (que alimentavam uma boa parte da demanda de crédito e do próprio crescimento do nível de emprego do conjunto da economia).

Com respeito às entidades bancárias, é possível que, na atualidade, algumas delas estejam dispostas a emprestar e não possam fazê-lo (seja por carecer de uma sólida base de recursos próprios ou por não poderem acessar os mercados internacionais em condições aceitáveis). No entanto, também é provável que, ainda que outras entidades disponham de recursos para emprestar, simplesmente optem por não fazê-lo, pelo menos nas mesmas condições com que faziam no passado (concentrando seus ativos e atividades creditícias em setores que agora apresentam reduzidas expectativas de crescimento: como o setor residencial, o imobiliário etc). Portanto, podemos concluir que a contração atual da oferta de crédito poderia ser o resultado de uma combinação entre estes dois fatores: escassez de recursos creditícios e de oportunidades “razoáveis” de investimento no âmbito geográfico e operativo da entidade. Ainda que não se conheça a preponderância de um ou outro motivo para o caso espanhol, é possível observar as constantes apelações feitas nos últimos meses pelo Banco de Espanha para que se produzam mudanças no mapa bancário, no sentido de que as entidades possam compensar seus pontos débeis exercendo uma função de complementaridade (ou seja, entidades que necessitam de liquidez com outras que necessitam ampliar e diversificar seu âmbito de atuação)<sup>8</sup>.

No entanto, para que o crédito se recupere não basta que existam entidades dispostas a emprestar, é necessário que tenham agentes dispostos a se endividarem e o mais importante no atual contexto de aumento da morosidade: que estes reúnam os requisitos considerados apropriados por parte dos gestores de riscos. Portanto, é provável que a

---

<sup>8</sup> Esta é, precisamente, a finalidade dos chamados Sistemas Institucionais de Proteção (SIP).

debilidade revelada no atual contexto do mercado de crédito (particularmente em algumas regiões e setores) não seja resultado exclusivo de uma minimização da base de recursos emprestáveis com as quais contam as entidades, mas, sim, da impossibilidade de encontrar (em seu entorno operativo imediato) projetos que reúnam as condições adequadas em termos de risco e rentabilidade.

Por outro lado, ainda que muitas vezes se é repetido esta “meia-verdade” de que os excessos de engenharia financeira ocasionaram a crise econômica mundial, também pode ser considerada outra “meia-verdade” que esta crise se resolva com a reestruturação e o saneamento do setor bancário. É inquestionável que a retomada do crescimento econômico dependa da recuperação do mercado de crédito. Todavia, para que este crescimento seja sustentado (e sustentável), falta mais que um mercado de crédito eficiente e ativo: faltam projetos empresariais e um sistema bancário eficiente e comprometido com o crescimento e com o desenvolvimento econômico. Para cumprir com tal objetivo, há que valorizar não somente a esfera da eficiência financeira das instituições, mas também o que alguns economistas chamam de “eficiência funcional”. Tal eficiência consiste em valorizar os resultados da intermediação financeira numa perspectiva de contribuição ao crescimento de longo prazo e provisão de crédito de forma estável ao longo das sucessivas fases de expansão e recessão pelas quais se desenvolvem toda a economia de mercado.

Nesse sentido, convém recordar que não somente existe evidência de longo prazo sobre a existência de correlação (e não casualidade) entre o crescimento econômico e a eficiência financeira, como também existem contribuições sobre as vantagens advindas da disponibilidade de um sistema financeiro que também contemple, entre seus objetivos, a perseguição de maiores níveis de eficiência funcional (e não somente de eficiência financeira). Infelizmente se sabe que, no curto prazo, a eficiência funcional não é um valor que “cotiza” nos mercados e, portanto, a dinâmica competitiva dos mercados somente reforça a conhecida confusão entre o “preço” (eficiência financeira) e o “valor” (eficiência funcional), a menos que as autoridades econômicas (e o regulador) saibam estabelecer um preço de mercado para a contribuição do sistema financeiro ao desenvolvimento econômico e social.

## O Efeito-contágio da Crise Global sobre os Países Emergentes

Daniela Magalhães Prates<sup>9</sup>

No primeiro semestre de 2008, a crise financeira iniciada em meados de 2007 no centro do sistema, os Estados Unidos (especificamente, no mercado de hipotecas *subprime*), começou a se espalhar para alguns países emergentes, mas, somente em meados de setembro, quando ela se converteu num fenômeno sistêmico (após a falência do banco de investimento Lehman Brothers), observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para esses países, cujas empresas e bancos não tinham nenhum vínculo com os títulos vinculados àquelas hipotecas.

O efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão – que derivam das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas –, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários). Assim, não se confirmou a hipótese do “descolamento” (*decoupling*), defendida por vários analistas – segundo a qual os países emergentes asiáticos e latino-americanos, com situação externa e fiscal favorável, elevadas reservas cambiais e inflação sob controle, seriam capazes de sustentar seu dinamismo econômico após a eclosão da crise.

Os defensores dessa hipótese desconsideraram não somente a existência dessas múltiplas relações, mas também a natureza hierárquica e assimétrica do sistema monetário e financeiro internacional (SMFI). A assimetria monetária refere-se, exatamente, à dimensão hierárquica do sistema monetário internacional. Nesse sistema, as divisas se posicionam de forma hierárquica, de acordo com seu grau de conversibilidade, que diz respeito à sua capacidade de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda: meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos e ativo de reserva. O dólar, a divisa-chave, situa-se no topo da hierarquia, pois tem o maior grau de conversibilidade. Em uma posição intermediária encontram-se as moedas emitidas pelos demais países centrais, denominadas de divisas conversíveis, já que são utilizadas, de forma secundária, como meio de denominação

---

<sup>9</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp. Email: danimagaprates@gmail.com.

dos contratos em âmbito internacional e demandadas como ativo de reserva pelos investidores estrangeiros. No espectro oposto, estão as moedas emitidas pelos países emergentes, que são as divisas inconversíveis, pois são incapazes de desempenhar, mesmo de forma secundária ou marginal, essas funções.

À assimetria do sistema monetário internacional sobrepõe-se a assimetria do sistema financeiro internacional, a qual possui duas dimensões. A primeira refere-se aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados aos países emergentes. Esses fluxos dependem, em última instância, de uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis à sua reversão, decorrente tanto de mudanças na fase do ciclo econômico e/ou na política monetária dos países centrais, como do aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais. A segunda dimensão da assimetria financeira diz respeito à inserção marginal destes países periféricos emergentes nos fluxos de capitais globais. Apesar do crescimento da participação dos ativos emitidos por esses países nos portfólios dos investidores residentes nas economias centrais ao longo dos anos 1990, essa participação ainda é residual.

As assimetrias monetária e financeira, que se auto-reforçam, têm três importantes desdobramentos para a dinâmica dos mercados de câmbio dos países emergentes. Em primeiro lugar, esses mercados são especialmente vulneráveis à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais, pois estes são determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena. Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária no centro ou 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 os primeiros alvos dos movimentos de “fuga para a qualidade” dos investidores globais.

Em segundo lugar, o fato de uma proporção marginal dos fluxos ser alocada nos países emergentes contribui, igualmente, para a maior volatilidade dos seus mercados de câmbio. Em outras palavras, estes países são *price-takers*. Isto porque, se, de forma geral, a instabilidade das aplicações é maior no caso dos ativos estrangeiros em relação aos nacionais (ou seja, os investidores tendem a resgatar de forma mais frequente as aplicações em ativos externos), no caso dos ativos “emergentes”, essa instabilidade é ainda maior dados os impactos igualmente marginais da venda desses ativos sobre a rentabilidade dos portfólios globais. Em terceiro lugar, a despeito da natureza residual dos fluxos de capitais direcionados para os países emergentes, os efeitos potencialmente

desestabilizadores desses fluxos sobre os mercados de câmbio e financeiros domésticos são significativos, uma vez que, em relação ao tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal.

Os desdobramentos adversos das assimetrias do SMFI resumidos acima ficaram evidentes no momento mais agudo da crise – especificadamente, do dia 15/09/2008 ao final de 2008 –, quando o movimento de fuga para a qualidade teve efeitos muito mais desestabilizadores sobre os mercados de câmbio dos países emergentes. Considerando uma ampla amostra de economias avançadas e emergentes, 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. Nesse momento, nem mesmo economias emergentes com fundamentos macroeconômicos considerados sólidos ficaram incólumes ao efeito-contágio da crise.

Finalmente, vale mencionar que, se, no momento mais agudo da crise, o efeito-contágio da crise atingiu todas as moedas emergentes de forma praticamente indiscriminada, independentemente dos chamados fundamentos (em função do seu denominador comum, sua posição subordinada no SMFI), ao longo de 2009 a situação das transações correntes e das contas públicas e a proporção do endividamento externo ou doméstico em moeda estrangeira condicionaram não somente as trajetórias das taxas de câmbio, mas também o raio de manobra e a eficácia das políticas macroeconômicas anti-cíclicas.

**Parte II**  
**Impactos e Respostas à Crise no Brasil**



## Como o Brasil superou a Crise

Julio Gomes de Almeida\*

O declínio de 0,2% do PIB brasileiro em 2009 foi indicativo da força de uma economia que, a despeito de ter acionado poucos mecanismos anticíclicos relativamente a outros países, evitou uma recessão mais profunda. Na base do êxito do Brasil em lidar com a maior crise desde a Grande Depressão de 1929 estão a remoção da vulnerabilidade externa mediante a acumulação de reservas que às vésperas da crise chegavam a quase US\$ 200,0 bilhões, a maior solidez das contas públicas e do endividamento do setor público e a contaminação zero das instituições financeiras do País com os ativos “tóxicos” que notabilizaram o *boom* financeiro internacional e que sofreriam forte desvalorização com a crise

Foi também relevante a aplicação de políticas anticíclicas pelo poder público. Mas, no que diz respeito ao esforço fiscal que tanta importância teve no enfrentamento da crise pelos países de economia desenvolvida e destacados países em desenvolvimento, este limitou-se, no caso brasileiro talvez, a 1% do PIB, por renúncia de impostos do governo federal na compra de bens duráveis como automóveis, materiais de construção, linha branca e móveis, e atrasos de recebimentos que fizeram do governo um financiador de última instância para empresas com dificuldades de acesso ao crédito.

Por outro lado, a redução de juros entrou em cena muito tarde. Apenas em janeiro de 2009 ocorreu a primeira redução da taxa básica, enquanto o agravamento da crise externa teve lugar, de forma dramática, em setembro de 2008. A taxa Selic caíria de 13,75% ao ano para 8,75% ao ano entre janeiro e julho de 2009. Como há um intervalo de tempo entre a queda da taxa básica de juros e seus efeitos na atividade real, provavelmente a política de juros acelerou a recuperação da economia quando esta já estava em curso, vale dizer, em meados de 2009, sem ter sido em si um antídoto à crise ou um mecanismo primário promotor da reativação.

O governo lançaria mão de medidas de aumento da liquidez na economia, com a liberação entre fins de setembro de 2008 e início de 2009 de R\$ 100,0 bilhões que antes os bancos recolhiam compulsoriamente ao Banco Central. Juntamente com uma ação deliberada de política bancária para evitar uma crise nos bancos de menor porte, na qual

---

\* Professor do IE/Unicamp. Email: jsgalmeida@uol.com.br.

instituições públicas adquiriram participações e compraram carteiras de crédito de bancos em dificuldades, a medida de aumento de liquidez foi relevante, pois abortou a possibilidade de corrida bancária ou de dúvidas sobre a situação de liquidez dos bancos brasileiros.

Estes vinham promovendo uma enorme evolução do crédito para pessoas físicas e, sobretudo, para pessoas jurídicas, tendo por base em ambos os casos o alargamento dos prazos dos financiamentos, sem contrapartida de ampliação de prazos do lado da captação de recursos. Para se ter ideia do *boom* de crédito que se desenvolvia na economia no momento anterior à crise internacional, basta observar que em setembro de 2008 o crédito crescia 45,0% e 17,9%, respectivamente, para pessoas jurídicas e pessoas físicas, na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

Dada a onda de dúvidas e incertezas que se instaurou quando explodiu a crise internacional, esse intenso crescimento dos financiamentos e o descasamento de prazos que o acompanhava, transformaram-se em fatores de elevação do risco dos bancos mais alavancados e expostos a captações no interbancário e junto a fundos de investimentos e a grandes empresas. A incerteza se agravaria à medida que iam se tornando públicos os elevados montantes de empréstimos a empresas concedidos em operações casadas com aplicações em mercados futuros de câmbio nas quais as empresas assumiram riscos cambiais. Com a desvalorização do *real* foram gerados vultosos prejuízos em muitas empresas brasileiras, o que em setores como celulose, alimentos processados e açúcar e álcool levou a quebras de empresas nacionais de porte. No contexto internacional adverso que afugentava potenciais compradores estrangeiros e dado um apoio financeiro redobrado concedido pela agência brasileira de financiamento, o BNDES, os grandes grupos nacionais foram os principais absorvedores das empresas em crise.

A propósito, o apoio financeiro do BNDES também foi relevante para viabilizar a compra de empresas no exterior por parte de empresas nacionais e por financiar absorções ou associações entre empresas nacionais. Com isso, em vários segmentos da atividade econômica emergiram da crise grupos nacionais com muito maior porte e poderio financeiro. Essa consequência da crise poderá vir a condicionar positivamente em um futuro próximo a inserção de empresas brasileiras no exterior e sua capacidade inovadora, dois traços que as empresas nacionais, sabidamente, deixam a desejar.

As medidas na área de liquidez e de política bancária, portanto, evitaram uma crise de liquidez que, se desencadeada, restringiria de forma aguda o crédito e tornaria inevitável

uma recessão de grandes proporções na economia. Um instrumento importante para a recuperação da capacidade de concessão de novos financiamentos por parte dos bancos de menor porte foi a garantia concedida pelo Fundo Garantidor de Crédito aos depósitos a prazo emitidos por esses bancos.

A medida anticíclica mais destacada do nosso ponto de vista não veio nem da área fiscal, nem da política monetária ou de liquidez, a despeito da inegável relevância de cada uma delas. Veio, sim, da orientação que o governo transmitiu aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos. No início da crise o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35,0% do crédito total, percentual que subiria a 41,0% (percentual de fevereiro de 2010). No contexto em que os bancos privados contraíam os seus financiamentos, foi esse espaço ocupado pelos bancos públicos o determinante por não ter havido na economia uma crise de crédito entendida esta não somente como a contração do volume de financiamentos concedidos, mas também como uma onda de falências de empresas e de liquidação de ativos. O crédito se retraiu de fato, o que trouxe consequências negativas para a atividade econômica, mas logo pôde ser recomposto, como veremos em seguida.

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

Em suma, propriamente relacionados à defesa do nível de atividade durante a crise e indutores da recuperação após a recessão do último trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009, podem ser relacionados (i) os instrumentos monetário o qual, todavia,

veio com relativo atraso, (ii) o instrumento fiscal que, no entanto, pode ser considerado tímido se comparado aos esforços empreendidos em outros países, (ii) o instrumento da liquidez, que mais propriamente defendeu o sistema bancário contra o risco de uma crise e (iv) o crédito dos bancos públicos, este sim, o mais ativo promotor da defesa da economia contra a crise e da restauração das condições de volta do crescimento.

Ao lado desses fatores, foi decisiva a manutenção pelo governo das políticas que já estavam em curso, o que teve por consequência a preservação, durante a crise, de certo de nível de gasto e de crédito na economia. Assim, o governo não abriu mão dos vultosos investimentos programados pela Petrobrás e dos demais programas do PAC e procurou ampliar esses investimentos. Criou também dois outros programas relevantes. O primeiro, na área de habitação (“Minha casa, minha vida”), terá maior impacto a partir de 2010; o segundo, transitório (com validade até 31/12/2009, depois prorrogado para o fim de 2010), foi adotado em meados de 2009 na área do investimento. O “Programa de Sustentação do Investimento” (PSI) pode ser concebido como um capítulo da exitosa política de crédito adotada durante a crise e teve grande efeito sobre o investimento corrente, notadamente no investimento mais “leve” (voltado à aquisição de máquinas e equipamentos). Consistiu na redução para 4,5% ao ano da taxa de juros dos financiamentos do BNDES para a compra de bens de capital, praticamente tornando nula a taxa real de juros dos financiamentos de parcela considerável do investimento no país.

Não houve retrocesso em outras decisões do governo como ampliar e reajustar as transferências para famílias pobres (o programa “Bolsa Família”) e na concessão de aumento do salário mínimo. O governo também não restringiu o direcionamento do crédito, como por exemplo, no sistema que vincula a captação da caderneta de poupança que teve significativo aumento no ano da crise com o financiamento de moradias. Com isso, foi possível amortecer a queda no setor de construção habitacional. Não houve recuos ainda em programas de elevação dos salários de servidores públicos, mas nesse caso um adiamento ou reprogramação não teria ônus para o crescimento econômico. Com essas medidas, às quais se somariam outras como a ampliação do seguro desemprego, o governo preservou o seu já elevado nível de gasto público sobre o PIB, aumentou o investimento público e ampliou o impacto do gasto por ele induzido na economia.

Isso teve consequência relevante porque evitou que a crise se propagasse para toda a economia brasileira. A sustentação do gasto público “blindou” o setor serviços da economia, responsável por 60,0% do PIB e grande empregador. Este setor, salvo em segmentos de maior relação como a dinâmica agroindustrial, a exemplo de transportes, praticamente não foi afetado pela crise. Isso significa dizer que os efeitos desta no Brasil, embora graves, ficaram restritos aos setores da indústria e da agropecuária. Nesses casos era inevitável um grande impacto inicial da crise internacional, dada a sua natureza – tratou-se de uma ampla e gravíssima crise de confiança – e as mudanças por ela repentinamente provocadas nas decisões de longo prazo, na disponibilidade do crédito e no comércio exterior. Isso afetaria fortemente a agropecuária (pelo encolhimento do crédito e do comércio mundial) e, sobretudo, a indústria (pelos mesmos fatores, acrescidos da retração do investimento em decorrência do colapso das decisões de longo prazo). Por essas razões, o primeiro desses setores declinaria 5,2% no ano da crise, a indústria, 5,5%, enquanto o setor de serviços mantinha crescimento de 2,6%.

Por outro lado, o gasto público, na medida em que preservou o emprego no setor de serviços, protegeu a atividade em segmentos produtores de alimentos e de bens industriais básicos para a população. Isso não impediu, no entanto, uma onda de demissões com dispensas líquidas de trabalhadores formais acumuladas entre outubro de 2008 a março de 2009 de 692 mil pessoas. Mas, apesar disso, deve ser notado que as demissões ocorreram na indústria (493 mil) e agropecuária (227 mil), mas não no comércio (que no mesmo período contratou 47 mil pessoas) e em serviços (67 mil). Deve ser sublinhado ainda que após esse período todos os setores ampliaram as contratações.

Por não prosperar o desemprego, não aumentou a inadimplência no crédito familiar. Isso, aliado à disposição dos bancos oficiais de deterem fatia maior no crédito pessoal e ao consumidor, o que suscitou uma reação competitiva da parte do segmento privado, fez com que já no segundo trimestre de 2009 voltasse a crescer o crédito para as pessoas físicas. No segundo semestre ocorreria um início de retomada do crédito para as empresas.

Em suma, a manutenção e o aumento do nível do investimento e do gasto público e a ampliação do crédito em plena crise, foram os determinantes do êxito brasileiro em responder à crise internacional e superá-la com rapidez, minimizando a retração do PIB

em 2009. A ampliação do crédito pode ser considerada fator ativo mais relevante para a retomada do crescimento da economia a partir do segundo trimestre do ano passado. Se o Brasil tivesse se aproximado mais de outros países em termos de arrojo na execução de políticas fiscais e de juros, como no caso da China e dos países desenvolvidos, talvez sua economia nem tivesse entrado em recessão e teria acumulado crescimento no ano crítico de 2009.

## O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça\* e Simone Deos\*\*

Historicamente, o sistema financeiro brasileiro caracterizou-se pela importante presença de bancos públicos. E a despeito da onda neoliberal que atingiu o País com muita força na década de 1990, período no qual ocorreu um amplo processo de privatizações não só, mas também no âmbito do sistema financeiro – concentrado em bancos de propriedade estadual –, observa-se ainda um relevante conjunto de instituições financeiras públicas, basicamente controladas pelo governo federal. Estas instituições detinham, em dezembro de 2009, 39,9% dos ativos do sistema financeiro e eram responsáveis por 43,5% de seu volume de crédito e foram fundamentais para o enfrentamento exitoso, pelo Brasil, da crise financeira recente, o que, de certa maneira, reascendeu a discussão acerca do seu papel.

Grande parte da literatura que discute o papel dos bancos públicos está assentada na percepção de certa imaturidade, ou incompletude, no desenvolvimento dos sistemas e mercados bancários. Neste sentido, as instituições financeiras públicas justificar-se-iam como forma de preencher falhas deixadas pelo setor privado no que concerne ao atendimento às demandas por crédito de determinados segmentos econômicos, áreas geográficas e mesmo com relação ao provimento de certas modalidades de serviços financeiros.

O que se propõe neste breve artigo, por sua vez, é pensar o papel dessas instituições de uma forma mais ampla. Acreditamos que os bancos públicos podem e devem ocupar papel importante mesmo em economias com elevado nível de desenvolvimento do setor financeiro privado, vale dizer, em economias com sistemas financeiros “maduros”. E isto seja no tocante ao atendimento de segmentos não interessantes do ponto de vista do capital privado, mas que podem ter desdobramentos relevantes sobre a dinâmica da economia, seja no que diz respeito à contribuição para a implementação de uma política financeira. Além da atuação mais “pontual”, que não entendemos ser desempenhada apenas no sentido de minimizar as chamadas falhas e lacunas do mercado, mas também no sentido de criar mercados inexistentes mesmo em economias com sistemas financeiros profundos, as instituições públicas podem e devem atuar em outras

---

\* Professora do Instituto de Economia da UNICAMP. Email: arrm2@uol.com.br.

\*\* Professora do Instituto de Economia da UNICAMP. Email: simonedd@uol.com.br.

dimensões. Entre estas desde logo se podem destacar: (a) a regulação da concorrência nos mercados onde atuam; e (b) a atuação anti-cíclica, quer no sentido de evitar a formação de um sistema com alto grau de fragilidade financeira (no sentido minskyano), mas talvez em especial em momentos de grande fragilização dos sistemas financeiros, estabelecendo uma rede de segurança informal e/ou garantindo a manutenção de operações de crédito. Entendemos que a atuação dos bancos públicos federais brasileiros no período recente seja elucidativa desse papel mais amplo e importante, que cabe aos bancos públicos.

O contexto de elevada incerteza gerado pelo transbordamento da crise financeira internacional acabou por criar, no final de 2008, uma crise de liquidez importante no sistema financeiro brasileiro. O comportamento dos bancos privados, marcado por uma intensa elevação da preferência pela liquidez, gerou uma paralisação do mercado de crédito, interrompendo subitamente um ciclo de expansão em curso desde 2003. Como consequência, contribuiu para uma diminuição do nível de atividades da economia brasileira no último trimestre de 2008. Além disso, observaram-se quedas nas linhas externas de financiamento ao comércio externo e um aumento nos indicadores de inadimplência. Algumas instituições, especialmente bancos pequenos e médios, passaram a sofrer problemas de liquidez em função de perdas de depósitos e quedas acentuadas dos recursos a elas ofertados no mercado interbancário, criando uma situação conhecida como “empoçamento de liquidez”, que ficou concentrada nas grandes instituições.

Com o intuito de enfrentar o contexto de elevada fragilidade, marcado pela possibilidade de risco sistêmico, as autoridades governamentais – notadamente, mas não exclusivamente, representadas pelo Banco Central (BCB) – implementaram medidas de políticas de crédito e financeiras, tais como: (a) redução dos depósitos compulsórios; e (b) permissão de diminuições de depósitos compulsórios de grandes bancos se recursos fossem usados para a compra de carteiras de crédito de pequenos e médios bancos, em especial daqueles com problemas de liquidez. No tocante à política macroeconômica, o Comitê de Política Monetária (Copom) realizou uma série de cortes na taxa de juros de curto prazo (*over selic*), que significou um importante corte de 5 pontos percentuais em nove meses (de 13,75% em outubro de 2008 para 8,75% em julho de 2009).

No âmbito mais amplo de políticas para o enfrentamento da crise, o sistema de bancos públicos federais teve atuação destacada. Os resultados dessa atuação podem ser



observados a partir do crescimento da participação dessas instituições no total de crédito do sistema, que saltou de 33,7% em setembro de 2008 para 43,5% em dezembro de 2009. A título de comparação vale notar que a carteira de crédito dos três maiores bancos privados (Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander) cresceu 11,1% no mesmo período. É importante destacar que, a despeito dessa intensa expansão do crédito, as instituições públicas mantiveram boas taxas de rentabilidade e eficiência, incluindo índices de inadimplência.

No que diz respeito, mais especificamente, ao Banco do Brasil (BB), sua atuação ocorreu em distintas frentes. De um lado, o BB elevou o crédito concedido a consumidores e empresas, particularmente nos segmentos de comércio exterior e crédito rural, atenuando os efeitos do corte de crédito efetuado pelos bancos privados, em especial no último trimestre de 2008. De outro lado, intensificou a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias, em consonância com a política promovida pelo BCB. Paralelamente a essas compras, adquiriu ou finalizou o processo de aquisição de três bancos estaduais (Nossa Caixa Nosso Banco, Banco Estadual de Santa Catarina e Banco do Piauí) e comprou uma grande participação do Banco Votorantim. Em outra frente, o BB promoveu cortes nas taxas de juros (*spreads*) de uma série de modalidades empréstimos. Os resultados desses movimentos se explicitam no crescimento da participação do BB no mercado de crédito – era de 17,8% em setembro de 2008 e alcançou 21,2% em dezembro de 2009 – assim como no crescimento da carteira de crédito desta instituição no mesmo período (50,0%).

A Caixa Econômica Federal (CEF), por sua vez, tem ocupado, historicamente, papel fundamental no financiamento habitacional, do saneamento básico e da infraestrutura urbana. No enfrentamento dos efeitos da crise sobre a economia brasileira, essa instituição atuou fundamentalmente em termos de: (a) expansão das operações de crédito, especialmente, mas não exclusivamente habitacional; e (b) cortes nas taxas de juros (*spreads*) cobradas por essas operações. Vale notar que esta instituição é responsável por mais de 70,0% do total do crédito habitacional no País, participação que chega próximo de 100,0% quando somente tomadores de baixa renda são considerados. Os resultados dessa expansão podem ser observados pelo alargamento da participação da CEF no total do crédito do sistema, que saltou de 6,6% em setembro de 2008 para 9,5% em dezembro de 2009, após um crescimento de 79,8% de sua carteira de crédito.

Para finalizar, algumas considerações devem ser tecidas a partir do que foi brevemente relatado acima. A experiência brasileira recente explicita o papel que bancos públicos podem assumir, se sua presença é importante e se existe estrutura institucional adequada, incluindo regulação e princípios de governança. Entendemos que essas instituições podem e devem ser utilizadas na perspectiva de reduzir as desigualdades que são geradas e reforçadas pelos agentes de mercado, sejam elas setoriais ou regionais, assim como no estímulo ao desenvolvimento econômico. No entanto, entendemos que o papel desses bancos pode ir além. A experiência brasileira recente evidenciou, em pelo menos uma dimensão importante, o papel crucial que os bancos públicos podem assumir no sentido de gerar um movimento anti-cíclico, desde que tenham um “tamanho” importante no sistema e estejam articulados com as políticas econômicas.

Assim, partindo de uma perspectiva teórica keynesiana-minskyana, concluímos que os bancos públicos podem e devem ser utilizados com o intuito de reduzirem o comportamento inerentemente cíclico dos mercados, atuando no sentido de suavizar movimentos tanto de contração quanto de expansão, ao imprimirem uma lógica alternativa à dos agentes de mercado. Neste sentido, não devem ficar dúvidas acerca do papel central que podem desempenhar os *Government Banks*, que podem ser, eventualmente, *Big Government Banks*, no enfrentamento de situações mais graves de instabilidade e geração de desigualdades, que resultam do funcionamento normal dos mercados.

## **A Relevância da Atuação dos Bancos Públicos Federais Brasileiros diante dos Impactos da Crise Financeira Internacional**

Carlos Eduardo Carvalho<sup>\*</sup>, Giuliano Contento de Oliveira<sup>\*\*</sup> e

Ângela Cristina Tepassê<sup>\*\*\*</sup>

A atuação dos bancos públicos teve papel de grande magnitude para atenuar os impactos da crise financeira global no Brasil, em especial nos últimos meses de 2008 e ao longo de 2009. Para essa capacidade de reação, contribuiu decisivamente o caráter de banco comercial dos bancos públicos federais, o que lhes permitiu direcionar recursos volumosos para sustentar a liquidez do mercado interbancário e para ampliar o crédito ao público. A capacidade de atuação dessas instituições reduziu sobremaneira a necessidade de atuação do Banco Central (BC) como prestador de última instância.

A defesa do papel dos bancos públicos sempre enfatizou a oferta de recursos de longo prazo e o atendimento de demandas em segmentos e regiões que os bancos privados não atendem. Para tanto, defende-se que os bancos tenham acesso privilegiado ou exclusivo a recursos de prazo longo e de custo baixo, provenientes de fontes fiscais ou para-fiscais. Nos bancos públicos com atividade de banco comercial, porém, percentuais relevantes de seus passivos provêm de captação em mercado ou de depósito de disponibilidades e poupanças dos tomadores de recursos a que atendem.

Em momentos de crise, a busca por segurança tende a aumentar a concentração de depósitos nos bancos comerciais públicos. Esse movimento facilita a intervenção estatal estabilizadora por três motivos: (i) o "porto seguro" dos bancos estatais contribui para manter a confiança do público no sistema bancário; (ii) o aumento de depósitos facilita o refinanciamento do sistema interbancário por esses bancos e reduz a exigência de intervenção do BC; e (iii) a capilaridade de suas redes facilita a oferta de crédito.

Uma situação desse tipo ocorreu no Brasil na crise cambial e financeira de 1995 e também em setembro e outubro de 2008, quando a quebra do Lehman Brothers interrompeu a oferta de crédito externo para o Brasil. Com isso, a demanda de empréstimos de muitas empresas deslocou-se para o mercado interno e a posição mais

---

<sup>\*</sup> Professor da PUC/SP. Email: cecarv@uol.com.br.

<sup>\*\*</sup> Professor do Instituto de Economia da UNICAMP. Email: giulianoliveira@uol.com.br.

<sup>\*\*\*</sup> Mestre em Economia pela PUC/SP. Email: angelatepasse@hotmail.com.

cautelosa dos bancos privados implicou aumento dos spreads e redução da oferta em diferentes modalidades de crédito.

A reversão do estado geral de expectativas conduziu ao "empçoamento" de liquidez no interbancário, com a retração dos grandes bancos privados, e a uma forte redução da oferta de crédito para o público. Manifestou-se naquele momento o problema da atuação dos bancos comerciais privados como desestabilizadores endógenos, o que requer a atuação do BC, como emprestador de última instância, e também a presença de instituições financeiras públicas, como a experiência brasileira evidenciou.

O aumento do grau de preferência pela liquidez dos bancos privados problematizou as instituições de menor porte, mais dependentes do mercado interbancário, por não disporem de base ampla de depositantes, bem como da cessão de crédito para atribuir viabilidade à gestão do lado esquerdo de seus balanços, o que exigiu uma ação coordenada da autoridade monetária e dos bancos públicos no intento de evitar a fragilização do sistema. As perdas de grandes empresas com derivativos cambiais, com a depreciação da taxa de câmbio que decorreu do quadro de maior incerteza e de "fuga para a qualidade", concorreram para intensificar a instabilidade e a postura mais conservadora adotada dos bancos privados no que diz respeito aos critérios exigidos para a concessão de crédito.

Em razão das incertezas desencadeadas pela crise internacional e do "congelamento" do mercado interbancário, muitas das pequenas e médias instituições registraram reduções significativas em seus depósitos, o que problematizou as condições de captação de recursos de boa parte dos pequenos e médios bancos e, por extensão, a capacidade de empréstimos dessas instituições. Muitos dos grandes bancos passaram a aplicar seus recursos em operações compromissadas em detrimento do mercado interbancário a partir da segunda quinzena de setembro de 2008, o que fez as taxas praticadas nos CDBs superarem 120% do CDI em casos de papéis emitidos por pequenas e médias instituições.

Como os grandes bancos privados praticamente interromperam a aquisição de carteiras de financiamento de veículos e de crédito consignado originados pelas instituições menores, as concessões de crédito nesses segmentos foram fortemente afetadas. Não fosse o papel anticíclico desempenhado pelo sistema financeiro público, especialmente no final de 2008 e início de 2009, os efeitos negativos ocasionados pela crise global sobre as operações de crédito no Brasil seriam ainda maiores e imprevisíveis.

A reação diferenciada dos bancos públicos e privados frente à crise internacional alterou de forma relevante a participação do sistema financeiro público e privado no total das operações de empréstimos no Brasil a partir de setembro de 2008, em desfavor desse último. Entre setembro/2008 e fevereiro/2009, a referida participação subiu de pouco mais de 34% para 37% no caso do sistema financeiro público, contra uma redução de quase 66% para pouco menos de 63% do sistema financeiro privado. Esse movimento decorreu do aumento dos empréstimos do sistema financeiro público ao setor privado e ao setor público, além da aquisição de carteiras de crédito de instituições privadas pelos bancos públicos (Figura 1). Em todas as modalidades de empréstimos destinadas ao setor privado essas trajetórias inversas se fizeram presentes, ainda que sob diferentes intensidades.

Com o propósito de verificar a evolução dos índices das operações de crédito e a relação empréstimos/ativo dos grandes bancos brasileiros diante da crise global, realizamos a análise dos dados de balanço de seis grandes bancos no Brasil, a saber: Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, HSBC e Unibanco. Os números destacados a seguir referem-se apenas à instituição financeira líder do conglomerado, ao invés do conglomerado econômico e/ou financeiro. Embora essa base inviabilize uma análise integrada e consolidada do conglomerado econômico e/ou financeiro, ela permite analisar o comportamento mensal dos indicadores de balanço selecionados.

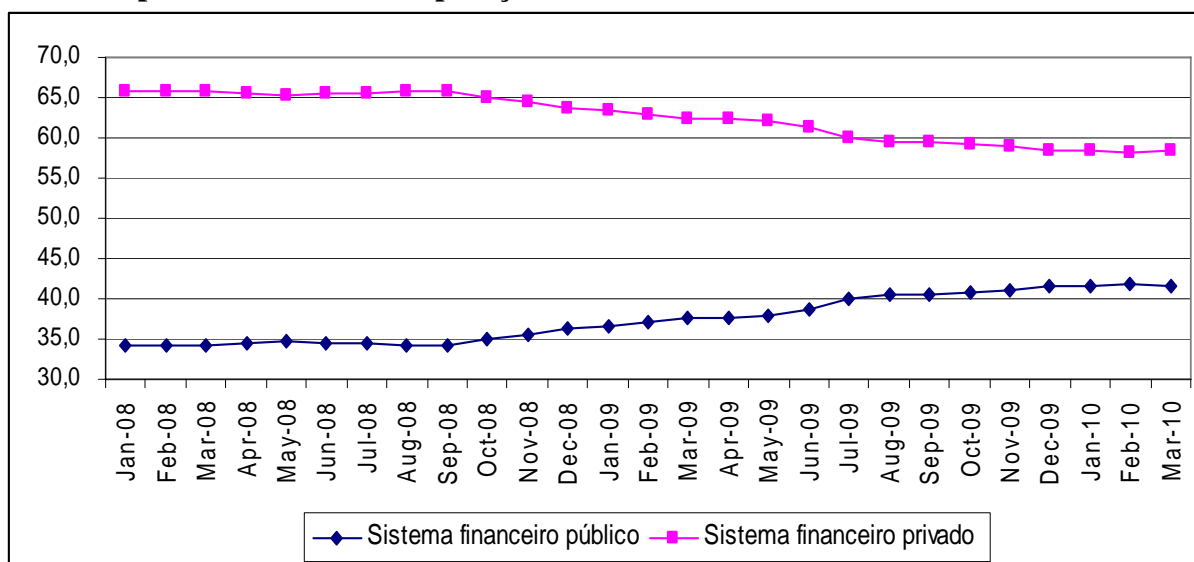
A evolução do índice das operações de crédito dos bancos considerados nos revelou que, com exceção do Bradesco, cujo índice subiu de 123,2 para 130,3, as instituições privadas reduziram ou expandiram apenas timidamente as operações de crédito. Bradesco e, em menor medida, HSBC, retomaram as operações de crédito apenas a partir no segundo semestre de 2009, quando o cenário atual e prospectivo da economia brasileira já havia melhorado substancialmente. A CEF, por sua vez, prosseguiu em sua trajetória de expansão dos empréstimos, enquanto o BB passou a aumentar essas operações, ainda que isso não tenha se refletido em aumento da relação crédito/ativo. Entre junho/2008 e dezembro/2009 o volume das operações de crédito da CEF praticamente dobrou, passando de R\$ 58,12 bilhões para R\$ 115,52 bilhões.

Papel destacado, ademais, foi desempenhado pelo BNDES, decisivo para impor um ritmo de aceleração dos empréstimos direcionados superior às operações de crédito com recursos livres. Nossa análise revelou que, considerando-se os dados de estoque de crédito, enquanto os empréstimos com recursos livres aumentaram apenas 3,9% entre

setembro e dezembro de 2008, as operações com recursos direcionados registraram uma elevação de 9,9% nesse mesmo período. Os empréstimos totais do BNDES, por seu turno, totalizaram R\$ 209,26 bilhões em dezembro/2008, 13,03% superior ao contabilizado em setembro/2008.

Pode-se concluir, assim, que o aumento da participação do sistema financeiro público no estoque total de crédito do sistema financeiro nacional no contexto da crise global constituiu condição indispensável para atenuar os efeitos macroeconômicos adversos causados pelo comportamento tipicamente pró-cíclico assumido pelos bancos privados nos contextos de retração dos negócios e/ou alta incerteza. A existência de instituições financeiras públicas sólidas e, por conseguinte, capazes de assumir um comportamento anticíclico ao longo das fases de expansão e de retração dos negócios constitui condição fundamental para o bom funcionamento da economia. Ademais, porém não menos importante, a atuação dos bancos públicos brasileiros diante da crise global revelou, uma vez mais, a pertinência do constructo teórico keynesiano para a compreensão da importância dos bancos nas economias capitalistas, notadamente em contextos de instabilidade, bem como para realçar a irrealidade da hipótese de mercados eficientes para a interpretação dessas economias.

**Gráfico 1: Participação das operações de crédito dos sistemas financeiro público e privado no total das operações de crédito do sistema financeiro**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

## **(In) Consistência Macroeconômica**

José Roberto Afonso\*

*Ekipeconômica* é uma alcunha pejorativa inventada e consagrada pelo jornalista Élio Gaspari. Porém, ele raramente a usou nos últimos meses e mesmo anos. Quando muito, para se referir ao passado. Será que a crítica não mais cabe? Ou foi a equipe que sumiu?

A formulação e a execução das diferentes políticas que constituem a política macroeconômica no Brasil há algum tempo deixam a desejar, tanto falta coordenação entre as autoridades, quanto inexistência de uma institucionalização mínima para harmonizar ações. Parece que a ordem é cada um cuidar do seu quintal, esmerar-se em mantê-lo bem limpo, pouco ou nada importando se isso é feito à custa de se varrer o lixo para o terreno do vizinho (quando não para debaixo do tapete).

Não só autoridades e políticas não são coordenadas e harmonizadas, como também entre os economistas, tanto na academia, quanto nas pesquisas, se perdeu o interesse nas análises e nos modelos de consistência macroeconômica. O que de mais avançado se rodava na econometria no Brasil nos anos 1980 desapareceu dos periódicos e dos congressos de economia, embora estes sejam tomados majoritariamente e crescentemente por modelagens, cada vez mais sofisticadas, por vezes confundindo meios com fins, mas raro é reencontrar algo sobre a consistência no âmbito macro.

Uma oportunidade para se resgatar esforços em torno da consistência macroeconômica aparece com o rearranjo necessário para lidar com a saída da crise financeira global. Desmontar gradualmente as medidas anticrise seria um bom momento para melhor interconectar políticas e práticas. Se a crise global, por si só, exigiu um incomum esforço de análise e decisões, o desembarque dessa excepcional postura exige ainda mais cuidados. Infelizmente, o Brasil enfrentou uma recessão em 2009. Felizmente, ela foi bastante curta. Comemoramos termos saído rápido de uma retração que, antes, ninguém esperaria que fôssemos entrar, afinal não tínhamos derivativos, nem tanta dependência externa, e a demanda interna estava superaquecida.

A economia brasileira não atravessou nenhuma mudança estrutural nos últimos anos, nem mesmo para enfrentamento da crise. Mesmo gozando de impressionante apoio parlamentar e popular em meio a uma crise econômica tão grave, não foi realizada uma

---

\* Economista, mestre pela UFRJ e doutorando da UNICAMP. Email: zeroberto.afonso@gmail.com.

só alteração constitucional ou legal de porte, algo que pudesse ser chamada de estruturante. Nem mesmo a medida inicial, de linha especial de redesconto bancário, foi muito usada. Nada se reformou simplesmente porque nada chegou a ser desenhado, sequer proposto.

Os pilares da política econômica até hoje seguem o que foi desenhado, aos poucos, no enfrentamento da crise do final dos anos 1980, implantados em passos e atos diferentes: primeiro, adotamos o câmbio flutuante (contrariando o que nos pediam do exterior); depois as metas de inflação (ainda que inicialmente dificilmente fossem cumpridas); e finalmente a responsabilidade fiscal (o único dos três regimes regrado por lei complementar e que coroava um longo e intenso processo de mudanças nas finanças públicas). Esse tripé permaneceu até hoje, mas, a cada dia, fica mais claro que passou a contar com um quarto pilar – o crédito.

Ora, o crédito foi tão decisivo, seja para travar a economia repentinamente, seja para retomá-la via consumo, que o elevaria para a categoria de um novo e quarto pilar da política econômica – de modo a transformar o *tripé* em um *quadrilho*. Aliás, como no filme brasileiro do mesmo título, tudo isso se passou à custa de tornar ainda mais complexa, confusa e perigosamente cara a teia de interconexões entre os vários instrumentos da política econômica.

É interessante fazer um rápido balanço da posição de algumas variáveis econômicas no Brasil entre o estouro da crise (agosto de 2008) e a mais recente (abril de 2010), com base nas estatísticas do Banco Central (BACEN).

Passados vinte meses, o estoque de operações de crédito do sistema financeiro aumentou em 6,8 pontos do produto (de 38,4% para 45,2% do PIB, entre o final de agosto de 2008 e o de abril de 2010), sendo que 82% explicados pela maior oferta de crédito por bancos públicos, que responderam por 5,6 pontos daquele acréscimo (e subiram para 18,8% do PIB).

A origem do incremento do crédito público foi do próprio governo: cresceram em 5,9 pontos do produto os créditos (extraordinários) concedidos pelo governo federal às suas instituições financeiras (saltando para 6,8% do PIB ao final de abril último). Alerta-se que tal crédito não se confunde com o concedido regularmente e aí sim originário de receitas fiscais ditas primárias – como no caso dos recursos do FAT na rede bancária (já acumulados 4,3% do PIB), em grande parte constituído pela vinculação constitucional



de 40% da contribuição ao PIS/PASEP para o BNDES, como também das aplicações em fundos e programas financeiros (mais 2,2% do PIB), incluindo a vinculação de 3% do IR/IPI para regiões menos desenvolvidas. Somados os créditos ofertados pelo governo geral computados pelo BACEN no cálculo da dívida líquida (que não incluem os do FGTS)<sup>10</sup> se chega a 14,2% do PIB ao final de abril de 2010 – o equivalente a três quartos da posição de crédito das instituições financeiras públicas e cerca de 30% do crédito total na economia.

O Tesouro Nacional, na prática, ainda que indiretamente, pode ser considerado o maior *banco* do Brasil.<sup>11</sup> É importante, porém, diferenciar os dois tipos de crédito, ou melhor, a fonte dos recursos emprestados. O incremento recente de créditos extraordinários não decorre de recursos tributários, como no caso dos demais fundos. Mais que isso, por conta dos inevitáveis efeitos da crise e apesar de toda contabilidade criativa, o superávit primário do governo federal decresceu e foi preciso recorrer ao endividamento conceder crédito aos bancos oficiais. Assim, desde agosto de 2008, o total de papéis públicos em mercado<sup>12</sup> cresceu em 4,4 pontos do PIB até abril de 2010, quando fechou em 57,1% do PIB. Esta proporção, é importante atentar, tinha chegado a 59,7% do PIB em janeiro, quando as compromissadas bateram o recorde e foram a 16,9% do PIB. Em apenas três meses, tais operações recuaram para 11,1% do PIB, justamente depois que o BACEN voltou a elevar os depósitos compulsórios, ou seja, a redução deles no auge da crise teve como contrapartida o aumento das compromissadas – a tal liquidez liberada apenas mudou de titularidade e continuou nos cofres da autoridade monetária, tendo sido revertida recentemente (as compromissadas acumulam incremento de apenas 0,7% do PIB nos últimos vinte meses aqui analisados).

À parte, chama-se a atenção para duas peculiaridades pouco consideradas pelos analistas. Primeiro, ainda que reduzidas, as operações compromissadas ainda respondem por um quarto dos títulos públicos em mercado, sendo que três quartos dessas operações vencem em menos de um mês (mais precisamente, 22 dias é o prazo médio das

---

<sup>10</sup> Como o FGTS pertence aos trabalhadores, seus recursos não transitam pelo orçamento público e, ao contrário do FAT, não são computados como créditos do governo para a Caixa Econômica Federal e para os demais bancos e mutuários, inclusive do sistema financeiro.

<sup>11</sup> No cálculo do crédito do sistema financeiro não são computadas as dívidas intra-governo. Vale lembrar que, ao final de abril de 2010, o Tesouro Nacional detinha 12,3% do PIB em créditos junto aos governos estaduais e municipais por diferentes operações de renegociação de dívidas. Se tal estoque fosse somado aos créditos concedidos ao setor privado, se chega a 26,5% do PIB em créditos ao final de abril de 2010.

<sup>12</sup> Computada a dívida mobiliária em mercado, as dívidas securitizadas e TDA e, também, as operações compromissadas do BACEN (inclusive no extra-mercado) – respectivamente, 45,5%, 0,5% e 11,1% do PIB, ao final de abril de 2010.

realizadas no mercado aberto, contra 41 dias dos títulos emitidos pelo Tesouro no mesmo mês). Segundo, os meios de pagamentos registraram um crescimento expressivo nos últimos anos e já alcançam um patamar muito elevado: no conceito mais amplo (M4), saltaram para 80,9% do PIB ao final de abril, com incremento de 7,3 pontos do produto desde agosto de 2008 – mesmo no conceito mais usado internacionalmente (M3), as citadas posições são de 62,3% e 5,8 pontos.

Fechamos a década seguindo ao pé da letra o roteiro descrito por Keynes sete décadas atrás. Quando empresas optam por aplicar a produzir com recursos próprios e os bancos ficam com medo de emprestar para outros bancos, ambos preferem emprestar cada vez mais para o governo.

O Brasil caiu em um arranjo que combinou aumento do crédito bancário com incremento muito maior na dívida pública. No conceito bruto, fechou abril último em 60,6% do PIB pela atual metodologia do BACEN, porém, saltou para 69,8% do PIB pela antiga metodologia, mais própria para comparações internacionais<sup>13</sup>, com incremento de 9,8 pontos nos últimos vinte meses. Em meio a isso tudo, houve uma exacerbada preferência privada por liquidez, via operações compromissadas – que chegou ao recorde de quase 17% do PIB, mas já recuou 6 pontos do produto. Porém, um quarto dos títulos em mercado continua girando em 22 dias em média.

Ao contrário do recomendado pela teoria e de algumas lições internacionais, essa expansão fiscal e creditícia não impediu o recuo do investimento nacional. Inegavelmente isso serviu para expandir o consumo e a economia de imediato, mas deixa um legado de grandes desafios para o médio e longo prazo – tendo a crise europeia como um alerta maior.

Já passa da hora de se retomar no Brasil os modelos e as reflexões sobre consistência macroeconômica. É preciso visão e ação mais ampla e, o principal, integrada das diferentes políticas que compõe a política econômica.

---

<sup>13</sup> A diferença entre as duas metodologias de apuração da dívida pública envolve o tratamento dispensado aos títulos públicos do Tesouro Nacional em mãos do BACEN: na metodologia por este adotada a partir de 2008, é computado como dívida apenas o total de operações compromissadas; já na antiga metodologia, era considerada toda carteira de títulos do BACEN. Esta segunda é a mais adotada pelos outros países – quer dizer, é assim que aparece a posição brasileira no *Monitor Fiscal*, um levantamento bastante abrangente e atualizado do FMI. Sempre lembrando que a dívida bruta se refere ao chamado governo geral, que não abrange o BACEN, as empresas estatais e os bancos públicos.

## Câmbio, Investimento, Poupança e Conta Corrente no Brasil

Marco Flávio da Cunha Resende\*

Após apresentar um desempenho pífio em 2009, consequência da crise financeira mundial, a economia brasileira voltou a crescer em ritmo acelerado em 2010. Todavia, se a deterioração do saldo em transações correntes que está em curso não for estancada, corre-se o risco de se ter mais à frente uma inflexão no ciclo de crescimento brasileiro. Esta possibilidade é reforçada pela retomada da crise na zona do Euro que produz para os próximos anos um quadro pouco auspicioso para o sistema financeiro internacional. O agravamento da crise afeta de modo negativo, quer o potencial de financiamento dos déficits em transações correntes, quer o desempenho exportador do Brasil.

Portanto, faz-se necessário reverter o quadro atual de deterioração do saldo das contas externas visando à sustentabilidade do ciclo de crescimento da economia brasileira que se inicia. É comum o argumento de que o desequilíbrio fiscal do setor público é o responsável pelo crescimento com poupança externa na medida em que provoca a insuficiência de poupança doméstica em relação a uma dada taxa de investimento. Neste contexto, argumenta-se, por exemplo, que a economia chinesa cresce muito porque sua taxa de poupança é elevada, enquanto no Brasil a taxa de poupança é pequena e, por isso, seu crescimento requer a absorção de poupança externa, que se manifesta por meio de déficits em transações correntes. Embora esteja disseminada a ideia de que a poupança é um pré-requisito para o investimento, este argumento não é consensual na literatura.

Keynes demonstrou que a poupança decorre da renda e esta depende do investimento. Ou seja, o investimento gera a renda, que, por sua vez, cresce como um múltiplo do investimento (multiplicador dos gastos), e, após este processo, parcela da renda é poupada. A poupança é igual ao investimento ex post, mas é este que causa aquela; e não o contrário. O investimento não depende da poupança, mas, sim, uma vez tomadas as decisões de investir tendo como base o *animal spirits* dos empresários, do crédito de curto prazo demandado pelas firmas no intervalo de tempo entre a decisão de investir e sua implementação, visando financiar a produção de bens de capital. Essa demanda de crédito foi denominada por Keynes de finance motive, que surge de arranjos financeiros de débito e crédito que não necessariamente apresentam como lastro uma poupança ou

---

\* Professor de Economia do CEDEPLAR-UFMG. Email: resende@cedeplar.ufmg.br.

coisa que o valha. Assim sendo, o papel da poupança é consolidar (mas não financiar) o investimento e, por conseguinte, a acumulação de capital. A crise do *subprime* é um exemplo deste *modus operandis* da economia capitalista, na qual a esfera financeira se descolou, e muito, da esfera real da economia. O adiantamento de recursos, criado a partir de arranjos financeiros, viabiliza o investimento, a geração de renda e, a partir de então, a poupança que será utilizada para superar a vulnerabilidade financeira criada para credores e devedores quando aqueles concederam o finance para o investimento.

Se é o investimento que causa a poupança, conclui-se que a China cresce muito e poupa muito porque investe muito, enquanto o Brasil poupa pouco porque investe pouco. No Brasil os investimentos privado e público são baixos. O governo investe pouco porque grande parte de sua arrecadação destina-se ao consumo e ao pagamento de elevadas taxas de juros incidentes sobre a dívida pública. A questão que se apresenta é a seguinte: por que no Brasil há baixas taxas de investimento e de poupança doméstica, além de crescente absorção de poupança externa (déficit em transações correntes, CC), enquanto na China há elevadas taxas de investimento e de poupança doméstica e externa (superávit em CC)? A resposta para esta questão nos remete a outra controvérsia presente na literatura econômica.

Não há consenso sobre as causas do déficit em CC. Duas causas são frequentemente apontadas. A apreciação da taxa de câmbio real implica alteração de preços relativos (bens comercializáveis vis-à-vis bens não comercializáveis), afetando os saldos comerciais e em CC. Há, também, o argumento de que o déficit público implica insuficiência de poupança nacional em relação ao investimento, resultando em déficit em CC. Ocorre, então, absorção de poupança externa (déficit em CC) para compensar a insuficiência de poupança nacional – esta é a tese dos déficits gêmeos.

Ou seja, o investimento corresponde ao aumento do estoque de capital físico da economia e, em equilíbrio macroeconômico (ex post), é contabilmente igual à soma das poupanças nacional e externa. Assim, a poupança nacional é a renda nacional não consumida e tem como contrapartida a produção de capital que irá satisfazer a demanda de investimento. Se o déficit público implica aumento do consumo para um dado nível de renda, argumenta-se que haverá insuficiência da poupança nacional para um dado nível de investimento. O resultado é a absorção de poupança externa (déficit em CC). Todavia, os mecanismos através dos quais este processo se manifestaria não são claros.

Tavares et alli (1982, p.35, “A questão da poupança: desfazendo confusões”. In: Tavares, M.C. e David, M.D. (org), *A Economia Política da Crise*, Rio de Janeiro, Vozes) argumentam que tal processo não é concretamente possível visto que em certo momento do tempo o estoque de capital da economia está dado. Deste modo, o aumento da absorção doméstica não pode transformar bens de capital (BK) destinados à produção de BK em BK destinados à produção de bens de consumo, e vice-versa. Neste caso, o déficit público não reduz a disponibilidade interna de máquinas e equipamentos requeridos para o investimento e, então, seriam falaciosas as relações entre déficit público, insuficiência de poupança nacional e déficit externo.

Porém, este argumento só é válido para economias fechadas. Se alterações na absorção doméstica vierem acompanhadas de mudanças dos preços relativos haverá mudanças na oferta de bens de investimento, alterando a poupança nacional, em economias abertas. Assim sendo, através da depreciação (apreciação) da taxa de câmbio real a poupança nacional pode ser ampliada (reduzida).

O aumento da absorção doméstica acima de uma dada taxa de crescimento do produto potencial, quando acompanhado de apreciação da taxa de câmbio real, reduz as exportações líquidas, inibindo a oferta de bens de investimento (BK) que ocorre por meio de importações, em um contexto de equilíbrio externo. Para que tal oferta não se reduza, torna-se necessário manter o nível das importações de BK, apesar da queda das exportações líquidas, deteriorando-se o saldo em CC.

Resende (2009, “Déficits Gêmeos e Poupança Nacional”, *Revista de Economia Política*, v.29, nº1, 113) demonstrou que não há uma relação de causalidade sistemática entre déficit público e apreciação da taxa de câmbio real, mesmo quando se considera a ausência de “equivalência ricardiana” e de *crowding out*. Isto é, não é sempre que o déficit público produz apreciação da taxa de câmbio real e déficit externo (nem sempre prevalece a tese dos déficits gêmeos).

Assim sendo, é um falso dilema a controvérsia sobre as causas do déficit em CC, quais sejam, a apreciação da taxa de câmbio real e o excesso de absorção doméstica – sendo tal excesso muitas vezes causado pelo déficit público. Este último pode ensejar o déficit em CC quando provoca a apreciação da taxa de câmbio real. A apreciação cambial, por sua vez, implicaria insuficiência de poupança nacional para uma dada taxa de investimento e também deterioração do saldo em CC. Mas esta última seria o resultado da insuficiência de poupança nacional ou da apreciação cambial?

Quando o déficit público implica apreciação da taxa de câmbio real, parcela da demanda de investimentos é deslocada para o exterior, afetando a taxa de poupança nacional. O aumento do preço relativo dos bens não comerciáveis enseja aumento da demanda doméstica por bens comerciáveis e redução da produção doméstica destes. Assim, a apreciação do câmbio real reduz a disponibilidade doméstica de BK, entendida como a soma da produção doméstica de BK destinada ao mercado interno e das importações destes bens até o ponto onde o saldo em transações correntes se equilibra. Após a apreciação da taxa de câmbio real torna-se necessário manter ou até aumentar o volume de importação (de BK) de modo a viabilizar dado volume de investimento, deteriorando-se o saldo em CC. Então, a parcela do investimento total que corresponde à demanda de BK satisfeita através da compra destes bens no mercado interno e da importação de BK até o ponto onde o saldo em transações correntes se equilibra, se reduz após a apreciação da taxa de câmbio real, ensejando na mesma medida um menor volume de poupança nacional.

Quando a apreciação cambial ocorre, verificam-se, simultaneamente, deterioração do saldo em CC, queda da poupança nacional e reorientação para o exterior do estímulo à formação de poupança proporcionado pelo investimento. Estes três processos são faces da mesma moeda. Quando a taxa de câmbio real se aprecia as exportações líquidas caem. Assim, a parcela do investimento que corresponde às importações de BK que antes da apreciação cambial estimulava a formação de poupança nacional através das exportações, passa a estimular a formação de poupança no exterior, após a apreciação cambial, se não vejamos.

O investimento gera renda e, via multiplicador dos gastos, gera a poupança nacional na economia fechada. Na economia aberta, este papel do investimento também é exercido pelas exportações: a exportação gera renda e, via multiplicador, surge a poupança. A receita das exportações é usada para a importação de BK, ou seja, tudo se passa como se as exportações fossem a própria produção doméstica de BK, visto que a receita das exportações é trocada por importação de BK. Quando a taxa de câmbio real se aprecia, surgem de modo simultâneo deterioração do saldo em CC e queda da poupança nacional, estando ambos os processos associados à contração das exportações líquidas. Uma vez que estas se reduziram após a apreciação cambial, não haverá mais a troca de bens exportados por importações de BK, pelo menos parcialmente. Após a apreciação cambial parcela das importações de BK e, portanto, parcela do investimento, terá sua

correspondência na absorção de poupança externa (déficit em CC). Do ponto de vista do resto do mundo (ou dos parceiros comerciais), suas exportações líquidas terão aumentado após a apreciação da taxa de câmbio real no país doméstico. Isto quer dizer que o investimento precede a poupança, mas, após a apreciação cambial parcela do investimento (importações de BK) do país doméstico passou a estimular a formação de poupança no resto do mundo e deixou de estimular a formação da poupança no país doméstico.

Este é o caso do Brasil. Não se trata de insuficiência de poupança em relação a uma dada taxa do investimento doméstico. Partindo de um dado nível do investimento doméstico, o câmbio apreciado enseja déficit em CC estimulando a formação de poupança no resto do mundo a partir do investimento doméstico, enquanto o estímulo sobre a renda e sobre a poupança brasileira fica reduzido. Eis porque, no Brasil, a reduzida taxa de investimento convive com uma taxa de poupança doméstica ainda menor e com absorção de poupança externa. Na China, o câmbio depreciado produz um resultado diferente.

## **Determinantes Macroeconômicos da Inflação: implicações para a política monetária\***

André de Melo Modenesi\*\* e Eliane Cristina de Araújo\*\*\*

Em uma economia aberta e com elevada mobilidade de capitais, como a brasileira, a inflação depende, fundamentalmente, de três fatores: a demanda agregada (ou o nível de atividade econômica), a oferta agregada e a taxa de câmbio.

Partindo dessa premissa, analisamos o processo de formação de preços na economia brasileira, durante o regime de metas de inflação (RMI), pela estimação de modelo de vetores auto-regressivos<sup>14</sup>. Foram utilizadas as seguintes variáveis: i) índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE); ii) índice da produção física (*quantum*) da indústria, calculado pelo IBGE e usado como *proxy* do comportamento da demanda agregada; iii) índice de preço das *commodities*, formulado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada e utilizado como *proxy* para as condições de oferta; e iv) taxa de câmbio média real/dólar, fornecida pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Com isso, podem-se separar os *condicionantes macroeconômicos* do IPCA em dois componentes: i) *domésticos*, que se refletem na demanda agregada; e ii) *externos*, que se expressam em ambas, as condições de oferta agregada e a taxa de câmbio.

O câmbio é, isoladamente, o componente mais relevante na determinação do IPCA, seguido pelo nível de atividade econômica e, finalmente, pelas condições de oferta. Isto robustece um fato estilizado da economia brasileira pós-Plano Real: a importância do câmbio na determinação dos preços. O coeficiente de repasse cambial estimado é 50% maior do que o impacto da demanda agregada sobre o IPCA.

Essa constatação também se verifica quando se decompõe a variância do IPCA (Tabela 1). A maior parcela da variância do IPCA (8%) é explicada pela variância do câmbio

---

\* Os autores agradecem a contribuição de Salvador W. Vianna e Rui Modenesi, isentando-os de eventuais erros e omissões.

\*\* Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Email: amodenesi@gmail.com

\*\*\* Professora do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá (UEM). Email: elianedearaujo@gmail.com

<sup>14</sup> Araújo, E. e Modenesi, A.M. “A Importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999-2008): uma análise com base em um modelo VAR”, mimeo. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda>.



(ao final de 12 meses). Por sua vez, a variância de ambas, a oferta e a demanda agregada, contribuem pouco para a variância da inflação, algo em torno de 2,5% cada.

**Tabela 1 – Decomposição da variância do IPCA**

Período	<i>OFERTA</i>	<i>DEMANDA</i>	<i>CÂMBIO</i>	<i>IPCA</i>
12	2.4	2.5	8.0	87.1

Fonte: Elaboração própria.

É possível comparar e até mesmo estabelecer uma hierarquia entre os condicionantes domésticos e externos da inflação. Em conjunto, a taxa de câmbio e as condições de oferta explicam mais de 10% da variância da inflação, ao passo que o nível de atividade, responde por apenas 2,5% da variância do IPCA. Vale dizer, a evolução dos preços é 4 vezes mais sensível aos fatores externos do que aos condicionantes domésticos.

Há, portanto, uma forte e patente assimetria entre a relevância dos fatores de ordem doméstica e os de caráter externo na determinação do IPCA. Por um lado, é alto o peso dos condicionantes externos (taxa de câmbio e preço das *commodities*) na evolução da inflação. Por outro lado, os condicionantes internos (nível de atividade econômica) explicam parcela reduzida da inflação. Em suma, os fatores externos se sobrepõem ao comportamento da demanda agregada na determinação dos preços.

Esse resultado traz relevantes implicações para a condução da política monetária. Ele reforça a tese de que há problemas no mecanismo de transmissão: uma contração da demanda agregada tem reduzido impacto deflacionário. Essa constatação põe em questão a adequação do RMI ao caso brasileiro. Isto por que, nesse regime, a busca e/ou manutenção da estabilidade preços é confiada a um único instrumento, a taxa de juros. A existência de problemas na transmissão da política monetária implica que, em última instância, a taxa básica de juros (Selic) é pouco potente para conter os preços. Ou seja, o BCB, ao aumentar os juros, pode até contrair a demanda agregada; entretanto, o desaquecimento da economia não se transmite *integralmente* para os preços.

Como os condicionantes externos são preponderantes na evolução dos preços, a política monetária – que, por sua natureza, atua sobre os fatores domésticos – torna-se pouco eficaz para combater a inflação no Brasil.

É verdade que, ao aumentar a taxa Selic, o BCB torna os ativos financeiros domésticos mais rentáveis estimulando a entrada de capitais externos e, assim, contribuindo para

valorizar o real. Como o repasse cambial é alto, os efeitos da política monetária se transmitem para os preços pelo canal do câmbio.

O problema é que a autoridade monetária não pode contar apenas com esse canal. Isto por uma razão muito simples: a política monetária, por si só, não é capaz de determinar a taxa de câmbio. Essa variável também depende de uma gama de outros fatores, além da taxa de juros, que estão complementemente fora do controle do BCB. O câmbio é influenciado, por exemplo, por: i) termos de troca; ii) demanda por exportações, intimamente relacionada com o nível de renda dos nossos parceiros comerciais; iii) aversão a risco dos investidores internacionais; e iv) condições internacionais de liquidez.

Consequentemente, o BCB acaba se tornando refém das condições externas. Quando os ventos vindos do exterior são favoráveis, a política monetária é potencializada e, portanto, as metas de inflação são cumpridas com maior facilidade. Quando a situação externa é desfavorável, a política monetária tem sua eficácia comprometida e, assim, o BCB tem muita dificuldade para atingir seu objetivo primordial, qual seja, a estabilidade de preços.

## **Prevenir é Melhor que Remediar: alternativas de políticas econômicas keynesianas para a prevenção de crises financeiras**

Fábio Henrique Bittes Terra\* e Guilherme Jonas Costa da Silva\*\*

Durante praticamente toda a década de 2000, as economias mundiais experimentaram uma grande estabilidade, notadamente pós-2003. Entretanto, esse ambiente econômico favorável foi interrompido com a recente crise financeira internacional, cuja origem foi o mercado imobiliário norte-americano de hipotecas de alto risco, conhecido por *subprime*.

A crise do *subprime* fragilizou as instituições financeiras, provocando a falência de grandes instituições, bem como implicou um efeito contágio sem precedentes no sistema financeiro mundial. No Brasil, as autoridades econômicas, aparentemente, somente perceberam a magnitude do problema quando o *Lehman Brothers* faliu e a crise havia se alastrado de tal forma que a teoria do “descolamento” foi posta de lado. Os impactos foram imediatos para o mercado financeiro brasileiro, com inevitáveis repercussões sobre o lado real da economia, uma vez que os bancos comerciais aumentaram suas preferências pela liquidez, como é esperado em momentos de grande incerteza, reduzindo o volume de crédito concedido e aumentando seus *spreads*. Como consequência, houve significativas quedas no consumo de bens duráveis, essência da matriz industrial brasileira, e desaquecimento dos investimentos.

Diante deste cenário, o governo brasileiro adotou políticas econômicas de *última instância*, principalmente monetárias e fiscais, objetivando atenuar os impactos da crise sobre a produção, o emprego e a renda da economia. Dentre tais medidas, ressaltam-se:

- i) Cortes sucessivos nas taxas básicas de juros para estimular novos investimentos;
- ii) Redução das alíquotas de reservas compulsórias, visando estimular a concessão de crédito;
- iii) Desoneração de impostos do ramo automobilístico, isentando-o do IPI para estimular as vendas e, conseqüentemente, a produção;

---

\* Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Email: fhbterra@ie.ufu.br.

\*\* Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (IEUFU). Email: guilhermejonas@ie.ufu.br.

iv) Subsídios à construção civil, estimulando um dos setores mais dinâmicos e multiplicadores de gastos da economia brasileira.

Essencialmente, duas críticas recaem, sob os auspícios da teoria de John Maynard Keynes, sobre a referida atuação contra-cíclica do governo brasileiro. A primeira crítica é direcionada à baixa repercussão das políticas adotadas sobre a preferência pela liquidez dos bancos comerciais, fundamental para o *finance* ao setor real da economia. Isto ocorreu, pois (i) as reduções nas taxas de juros foram tardias e o patamar dos juros básicos permaneceu elevado (11,25%, em média, entre outubro de 2008 e dezembro de 2009) e (ii) a redução do compulsório, apesar de aumentar os recursos à disposição dos bancos, não provocou o aumento dos empréstimos à população, uma vez que os recursos foram usados para aumentar a margem de segurança do setor bancário a qual, por sua vez, ancorou-se na aplicação de tais recursos em títulos de dívida pública, imbuídos de elevadas liquidez, remuneração e segurança. A segunda crítica, que também serve como principal orientação à proposição de política econômica deste breve artigo, diz respeito ao caráter de *última instância* das políticas econômicas contra-cíclicas implementadas pelo setor público brasileiro. A ação governamental não se processou a fim de prevenir a crise, mas para mitigar os efeitos nefastos, inexoráveis, que dela insurgiram sobre a economia brasileira. Tal característica “*socorrista*” da atuação governamental pode ser explicada, por um lado, pelo próprio perfil de atrofia da intervenção econômica estatal no Brasil pós-Plano Real e, por outro, pela leitura míope do governo sobre a crise, seja pela superestimação dos fundamentos da economia brasileira, seja pela consideração de que a crise não passaria de uma *marolinha*, enquanto ela já se tratava, notoriamente, de um ciclo recessivo de intensidade há muito não vista.

Diante do exposto, surge a seguinte questão: quais seriam as proposições de políticas econômicas preventivas das crises inerentes ao sistema capitalista e, portanto, alternativas às implementadas pelo governo brasileiro para combater a instabilidade macroeconômica surgida pós-2008?

Estas políticas econômicas, cujo fundamento teórico pode estar centrado nas prescrições de Keynes sobre a política econômica da Inglaterra no período pós-2ª Guerra Mundial, nada mais seriam do que as convencionais políticas monetária e fiscal. Em termos de política monetária, propõe-se, por um lado, que sua operacionalização ancore-se no estabelecimento de uma taxa básica de juros (i) que não rivalize com os investimentos

produtivos, isto é, que não consubstancie as aplicações nos mercados monetário, de crédito e de capital, como mais atrativas aos empresários do que as inversões produtivas e (ii) que não impacte desfavoravelmente sobre as finanças públicas. Ademais, propõe-se a estabilidade da taxa básica de juros para que ela não sofra alterações substanciais, em curtos espaços de tempo. Assim, a estabilidade da taxa básica de juros permitirá aos empresários um melhor cálculo presente sobre o retorno no médio e longo prazos de seus investimentos. Por fim, a política monetária deve estimular, efetivamente, a maior atuação possível dos bancos comerciais na concessão de *finance* aos empresários. Praticada desta forma, a política monetária será instigadora de demanda efetiva, fundamento da ampliação da riqueza e do emprego numa economia monetária da produção.

Por sua vez, a política fiscal que se propõe, aos moldes do que foi teorizado por Keynes, deve estar centrada na administração de gastos públicos – algo completamente diverso de *déficit público* – via construção de um orçamento público separado em duas partes. Por um lado, o chamado orçamento corrente discriminará os dispêndios do Estado para o fornecimento de serviços públicos à população sob sua guarda. Essa parte do orçamento público deverá ser sempre superavitária. Por outro lado, o orçamento de capital – a outra parte do orçamento público – responsabilizar-se-á pelo investimento público na formação de bens de capital fixo. Tais investimentos (i) não devem competir com os investimentos produtivos levados a cabo pela iniciativa privada, porém devem buscar a complementaridade entre as iniciativas privada e pública, sendo que estas últimas funcionarão como indutoras das primeiras, e (ii) no longo prazo os investimentos devem auferir lucros ao Estado, promovendo, assim, o equilíbrio do orçamento público. No curto prazo, o orçamento de capital pode ser deficitário, desde que financiado pelos superávits necessariamente obtidos no orçamento corrente.

Como se pode perceber, estas breves proposições de política econômica buscam conceber à atuação estatal um instrumento *estabilizador automático* da economia, pois ela é permanentemente mantenedora da demanda efetiva do sistema econômico. Diferese, portanto, do caráter de *última instância* das políticas econômicas contra-cíclicas implantadas pelo governo brasileiro em 2009. Assim, a principal tarefa das políticas econômicas aqui propostas seria promover a *estabilização automática* para a prevenção da ocorrência de crises, por meio de um estímulo de longo prazo, estável e contínuo de investimentos públicos e privados, para os quais as políticas monetária e fiscal devem

continuamente contribuir. Logo, não seria o objetivo de tais políticas socorrer um pico ou um vale do sistema econômico, mas, sim, evitar que picos ou vales existam.

Por fim, embora as proposições de políticas feitas refiram-se primordialmente às atuações estatais estabilizadoras monetária e fiscal, não se pode deixar de salientar que a economia brasileira é bastante aberta aos fluxos internacionais, tanto de capital quanto de bens e de serviços, e que, assim sendo, paralelamente às políticas monetária e fiscal supracitadas, é de extrema importância a instituição de políticas de controle de capitais como uma alternativa eficaz e necessária para a estabilidade econômica do Brasil. O controle de capitais tem por objetivo confinar os capitais especulativos a volumes administráveis e, assim, diminuir a vulnerabilidade externa e proteger o País, em algum grau, de choques externos.

Decorrerá da instituição do controle de capitais: (i) a amenização da volatilidade da taxa de câmbio, o que contribuirá para a operacionalização da política monetária, uma vez que atenuará o efeito *pass-through* do câmbio para os custos de produção e para os preços, (ii) o alcance mais fácil de uma taxa de câmbio competitiva para as exportações brasileiras – essencial para o Brasil, que não possui um sistema nacional de inovação bem desenvolvido –, viabilizando o equilíbrio do saldo das transações correntes do País com o resto do mundo e fomentando a demanda efetiva para os bens e serviços produzidos localmente e (iii) a redução da necessidade de se recorrer à elevação da taxa básica de juros como fator de atração de capitais internacionais para o equilíbrio das contas externas do País, algo que incitará a atratividade dos investimentos produtivos, visto que implicará no exercício de menores taxas de juros.

Caso aplicadas, as políticas keynesianas de permanente estabilização automática permitirão que o governo se volte para os objetivos econômicos domésticos de crescimento sustentável do produto (e da riqueza) do País, revertendo os recorrentes comportamentos do tipo *stop and go*, reduzindo o desemprego involuntário e impedindo o surgimento do desemprego cíclico de ampla magnitude, como o ocorrido nos quatro meses entre dezembro 2008 e março de 2009.

## **Uma proposição de política cambial para a economia brasileira**

Fernando Ferrari Filho\* e Luiz Fernando de Paula\*\*

A recente crise financeira internacional mostrou que a estratégia nacional para lidar com crises financeiras em contexto de globalização do capital deve levar em consideração, por um lado, a necessidade da manutenção da estabilidade monetária e a adoção de políticas anticíclicas para dinamizar a atividade econômica e, por outro, não se deve descuidar das medidas de incentivo ao setor externo para superar as dificuldades impostas pelas possíveis restrições externas.

Nesse particular, medidas que visem mitigar as restrições externas envolvem transformações das estruturas de produção, tais como: (i) adoção de uma taxa de câmbio em conformidade com o mecanismo operacional de uma política cambial voltada não somente para coibir ações especulativas como, também, para manter a taxa real de câmbio relativamente estável ao longo do tempo, de modo a estimular a atividade exportadora, (ii) uma política industrial de promoção e diversificação das exportações, tanto em termos de pauta de produtos exportados quanto destino delas, (iii) aumentar o vínculo entre a produção interna e aquela voltada para o mercado internacional, onde o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) representa um papel fundamental, considerando uma política estratégica de atração destes investimentos, (v) investimento em infraestrutura e aperfeiçoamento do arcabouço institucional e logístico e (vi) esforços no sentido de fomentar pesquisa e desenvolvimento das empresas. Cabe ressaltar que há forte complementaridade entre tais políticas e, portanto, não faz sentido elas serem vistas isoladamente. Todavia, neste artigo, nos centramos na discussão de qual seria a política cambial mais adequada para os propósitos de política aqui apresentados.

Nesse particular, o argumento que sustenta o maior ativismo cambial e a adoção de políticas industrial e comercial é que, para assegurar uma taxa de crescimento sustentada para os países, em especial os emergentes, em consonância com o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos, isto é, sem incorrer em crises externas, deve-se buscar uma mudança estrutural na economia, no sentido de aumentar a elasticidade

---

\* Professor titular da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Pesquisador Nível 1 do CNPq. Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). E-mail: ferrari@ufrgs.br.

\*\* Professor Adjunto da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e Pesquisador Nível 1 do CNPq. Presidente da AKB. E-mail: luizfpaula@terra.com.br.

renda de exportações (com produtos de maior valor agregado) e diminuir a elasticidade renda por importações.

Tendo como referência a ideia básica acima desenvolvida, qual seja, a de que a eliminação das restrições externas são fundamentais para assegurar o crescimento econômico sustentado dos países emergentes, e considerando-se a dinâmica da economia brasileira a partir do Plano Real e, em especial, do regime de metas de inflação, percebe-se que, a despeito da falta de uma estratégia efetiva de crescimento das exportações nos últimos anos, a reversão dos saldos comerciais e a recuperação do crescimento da economia brasileira denotam a importância dos resultados externos para o desempenho da economia. Contudo, a falta de um conjunto de políticas articuladas que visem uma inserção externa ativa pode gerar, em um futuro próximo, um quadro propício para o reaparecimento da vulnerabilidade externa e a instabilidade do crescimento econômico, retomando a característica de crescimento *à la stop-and-go* da economia brasileira da década de 1990 e começo dos anos 2000, principalmente após o novo contexto global pós-crise financeira internacional.

Concentrando as atenções na política cambial, há evidências no Brasil de que a taxa de câmbio nominal tem sido volátil em função do movimento dos fluxos de capitais, o que acaba gerando efeitos deletérios sobre outras variáveis econômicas (inflação e produto). Como pode ser visto no Gráfico 1 observa-se em vários momentos uma elevada volatilidade da taxa de câmbio, muitas vezes acompanhada da volatilidade da taxa de juros do mercado. Ademais, de modo geral observa-se um desalinhamento da taxa de câmbio (ou seja, da taxa de equilíbrio em relação à taxa real de câmbio), sendo que, em particular, desde meados de 2004 existe de modo geral, com exceção da desvalorização cambial ocorrida no 4º trimestre de 2008, uma forte tendência de desalinhamento cambial no Brasil.

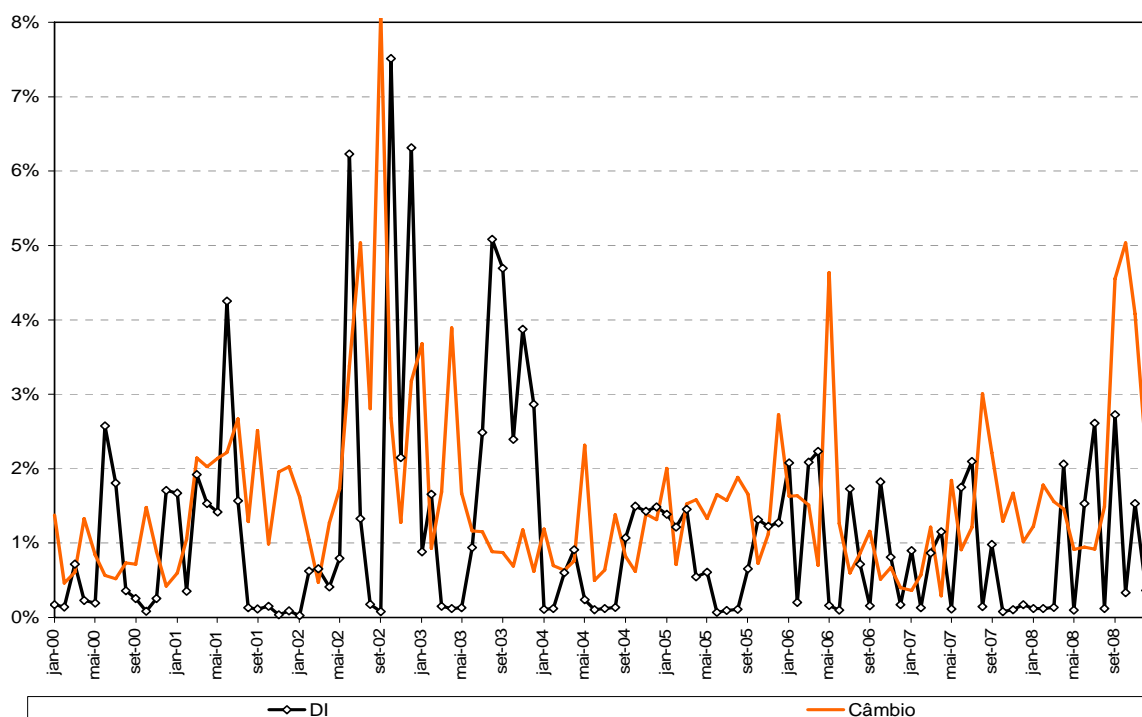
Se o atual regime cambial brasileiro tem sido um fator de instabilidade macroeconômica, seja sobre a inflação, seja a ponto de gerar desequilíbrios externos, qual deve ser a alternativa em termos de regime cambial ou ainda em termos da operacionalização da política cambial?

Em primeiro lugar, *a taxa de câmbio é uma variável macroeconômica chave que, interagindo com a política monetária e a política fiscal, afeta o balanço de pagamentos, preços, nível de atividade e emprego.* A política macroeconômica deve ser consistentemente formulada coordenando adequadamente seus três instrumentos, sendo



que um foco no crescimento do produto e no emprego não significa que constrangimentos e objetivos relacionados ao balanço de pagamentos e inflação devam ser deixados de lado. Ou seja, a política macroeconômica deve estar voltada para a estabilidade macroeconômica, um conceito mais amplo do que simplesmente estabilidade de preços, pois inclui a combinação de equilíbrio interno (estabilidade e crescimento econômico) e equilíbrio externo (sustentabilidade do balanço de pagamentos).

**Gráfico 1: Volatilidade do Câmbio e da Taxa DI\***



(\*) Volatilidade calculada com base no coeficiente de variação.

**Fonte:** Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração própria.

No caso brasileiro atual, a superação do atual quadro de combinação de taxas de juros elevadas e taxa de câmbio apreciada, que tem gerado um viés de crescimento relativamente baixo e instável (comparado a outros países em desenvolvimento) e de desequilíbrios potenciais no balanço de pagamentos (atenuado em função dos efeitos positivos do recente *boom* de *commodities* sobre as exportações brasileiras), passa pela mudança no *mix* de política macroeconômica, que permita combinar uma taxa de juros mais baixa (ajudando a desestimular o afluxo de capitais) e uma taxa de câmbio mais

alta (de modo a estimular em particular a competitividade das exportações de produtos manufaturados).

Em segundo lugar, embora se entenda que a política econômica não deve ter como objetivo único a estabilidade de preços – objetivo este que supõe um regime de política macroeconômica que combina taxa de câmbio flutuante, política monetária voltada (quase que) unicamente para propósitos de estabilidade de preços e uma política fiscal subordinada a política monetária –, não se pretende (i) propor mudanças radicais neste regime, incluindo a política cambial, mas, sim, adequá-lo aos objetivos acima delineados e (ii) defender uma proposta mais acabada de operacionalização de uma nova abordagem de administração da taxa de câmbio, mas, tão somente, discutir e indicar algumas possibilidades que possam ser interessantes para a economia brasileira.

O desenho de um regime cambial designado a evitar uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio e desalinhamentos cambiais sem um sacrifício maior dos objetivos econômicos domésticos é o desafio para acadêmicos e *policy-makers* no Brasil e cuja discussão deve ser aprofundada. Neste sentido, deve-se procurar *um tipo de abordagem da taxa de câmbio que permita evitar uma volatilidade excessiva de curto prazo da taxa de câmbio* (sem ter um compromisso com um determinado nível) e ao mesmo tempo *busque influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio real*, de modo a evitar desalinhamentos cambiais de longo prazo que podem ser altamente disruptivos para a boa *performance* econômica.

Indo nessa direção, a administração da taxa de câmbio em um regime de câmbio flutuante administrado, visando à manutenção da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio, mas garantindo ao mesmo tempo a necessária flexibilidade para absorção de choques externos, parece ser o regime cambial mais adequado para que as Autoridades Monetárias (AM) atinjam os objetivos de estabilidade macroeconômica. Para tanto, a adoção de um regime cambial baseado em uma banda de monitoramento ou em uma taxa de referência tem como preocupação evitar desalinhamentos cambiais mais prolongados e, portanto, objetivam influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio. No que diz respeito ao monitoramento da taxa de câmbio por um mecanismo de banda, ainda que sem um compromisso formal com um nível de taxa de câmbio, a banda cambial tem a função de cristalizar as expectativas dos agentes econômicos que atuam no mercado de divisas em relação da taxa de equilíbrio. Por sua vez, levando em conta as intervenções e sinais do BCB ao redor de uma taxa de referência, as forças de

mercado tendem a estabilizar o câmbio ao redor da taxa de referência. Dessa maneira, sabendo que o mercado cambial se comporta como um mercado de ativos, em que as decisões de compra e venda de divisas são baseadas em convenções, a banda de monitoramento ou a taxa de referência proveriam informação ao mercado de divisas de qual a taxa de câmbio as AM acreditam ser consistente com os fundamentos de longo prazo. Em suma, esses dois regimes podem ser interessantes para serem adotados no Brasil, pela combinação de flexibilidade com intervenção no mercado de câmbio.

Para assegurar a manutenção da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio em um patamar competitivo a médio e longo e prazos, propõe-se a criação de um *Fundo de Estabilização Cambial*, com recursos fornecidos pelo Tesouro Nacional (TN) na forma de títulos da dívida pública. A compra de divisas seria então acompanhada por uma política de esterilização feita pelo TN. O *Fundo de Estabilização Cambial* deverá atuar como um *market maker* no mercado de câmbio (i) comprando moeda estrangeira toda a vez que a taxa de câmbio se apreciar de maneira persistente com respeito ao valor estimado da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio e (ii) vendendo moeda estrangeira toda vez que a taxa de câmbio se apreciar de forma persistente com respeito ao valor de equilíbrio dessa taxa. A magnitude de recursos do referido Fundo será tão maior quanto maior for o fluxo de entrada de capitais na economia brasileira, o que pode implicar maior esforço fiscal em termos do aumento da meta de superávit primário. Para reduzir (ao menos parcialmente) o esforço fiscal requerido para a implantação do *Fundo de Estabilização Cambial*, faz-se necessária a introdução de controles abrangentes de capitais no Brasil para reduzir parcialmente os fluxos de divisas cambiais para a economia brasileira<sup>15</sup>.

Para finalizar, a adoção de controles de capitais (sob a forma de requerimentos não-remunerados dos capitais entrantes) pode ser necessário tanto para prover a política monetária de uma maior autonomia, visando objetivos domésticos sem a preocupação de afetar a taxa de câmbio, quanto para ajudar a manter uma certa estabilidade na taxa de câmbio no curto prazo e reduzir as pressões derivadas de uma excessiva entrada de capitais.

---

15 Para um aprofundamento, ver Oreiro, J.L. e Paula, L.F., “Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social”, <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping/18.pdf>

## **Liquidez Internacional Pós-crise e Controle de Capitais: a taxaço via IOF pode conter os influxos financeiros especulativos no Brasil?**

Vanessa da Costa Val Munhoz\*

A crise financeira internacional reacendeu a discussão sobre a eficácia dos controles de capitais como política de resposta a crises, sobretudo em economias emergentes. Todavia, a proposta de ado o de controles sobre os movimentos internacionais de capitais   antiga. John Maynard Keynes e Harry Dexter White, interlocutores nas negocia es do acordo de Bretton Woods em 1944, já propunham a ado o de controles de capitais. Mais tarde, a partir dos anos 1990, os países emergentes começaram a remover controles de capitais, seguindo as receitas de políticas econômicas ortodoxas e, assim, abrindo as contas capital e financeira. Após as recorrentes crises financeiras daquela década, e em especial depois do reconhecimento dos efeitos desestabilizadores do processo de liberaliza o financeira, autores tradicionalmente liberais – como Dani Rodrik e Joseph Stiglitz – passaram a sugerir a necessidade de restri o do livre movimento dos capitais. N  obstante tais reconhecimentos, o debate sobre a rela o controle de capitais/crescimento econômico permanece controverso.

Embora o embate ideológico permaneça, uma importante mudança de posi o marca o debate recente sobre os controles de capitais. Após a crise do *subprime* nos Estados Unidos e seus efeitos sobre o mundo, institui es representativas mudaram suas opiniões acerca dos controles. Os benefícios dos irrestritos fluxos internacionais de capitais deixaram de ser unanimidade mesmo entre a ortodoxia. *Policymakers* e até mesmo o FMI passaram a apontar que as massivas ondas de influxos de capitais podem gerar complica es para o gerenciamento macroecon mico, assim como criam riscos financeiros. O apontamento   o de que o forte influxo de capitais em países emergentes pode gerar bolhas nos preços dos ativos financeiros e apreciar a moeda doméstica excessivamente. Com base nesta afirma o, trabalhos de analistas provenientes desta institui o já apontam que o controle de capitais pelos países em desenvolvimento   desejável, sob certas circunstâncias. Trata-se de uma afirma o nova, uma vez que parte de uma institui o que tradicionalmente advoga a favor da plena abertura da conta de capitais.

---

\* Professora do IE/UFU (Universidade Federal de Uberlândia). Email: vanessacostaval@ie.ufu.br.

Recentemente ainda foi divulgado o relatório semi-anual do FMI sobre a estabilidade financeira global – *Global Financial Stability Report, April 2010* – que inclui o Brasil em um estudo de casos de países que adotaram controles de capitais diante da crise financeira global de 2007/2009. O estudo realizado examina um episódio específico de controle de capital neste país: a imposição de uma alíquota de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 1,5% sobre investimentos estrangeiros em renda fixa no começo de 2008. A conclusão da análise é que o IOF não teve efeito significativo para reduzir o montante de influxos de capitais nem para mudar a taxa real de câmbio. Também afirma-se que a medida não contribuiu para alongar o prazo de investimento dos capitais estrangeiros no País. Segundo este relatório (Capítulo 4, p.26, tradução da autora), “isso pode ser explicado, parcialmente, pela capacidade de alguns participantes do mercado contornarem os controles”.

Desta forma, o Brasil vem se tornando alvo de discussões sobre o caráter e impacto de controles de capitais preventivos. Além da enorme atratividade do mercado financeiro brasileiro, baseado em elevadas taxas de juros e alta rentabilidade dos capitais investidos na bolsa de mercadorias e futuros (BM&F), o crescimento econômico permitiu que a economia brasileira sofresse mais rapidamente os impactos da crise financeira internacional. Com isso, existe uma forte atração de capitais estrangeiros para o País no contexto macroeconômico atual. Esta atração somada à liquidez internacional pós-crise torna relevante a discussão do impacto que a cobrança de um imposto sobre os influxos especulativos de capitais tem sobre a valorização cambial e as possíveis razões da sua ineficácia sobre o movimento do câmbio e sobre a composição e o volume dos fluxos financeiros.

O governo brasileiro alterou várias vezes a alíquota do IOF sobre diferentes operações, ao longo da década de 1990, como resposta de política econômica quando da ocorrência de crises financeiras recorrentes em âmbito internacional. Apesar das medidas adotadas, esta taxa não representou restrição efetiva da circulação de capitais, o que é facilmente observável a partir da dinâmica da conta financeira do Balanço de Pagamentos no Brasil, que se apresenta e permanece fortemente volátil. Em outras palavras, o IOF não teve caráter estrito para constituição de barreiras à movimentação de capitais, sobretudo os de curto prazo. Além de não se observar uma mudança na composição dos fluxos de capitais, em direção aos de longo prazo, a atuação deste imposto foi incapaz de evitar a excessiva volatilidade cambial nos últimos anos. Apenas

para registrar, só no ano de 2009 ocorreu uma apreciação da moeda doméstica acima de 30% em relação ao dólar.

Aponta-se, destarte, que a taxaço do IOF não pode se enquadrar como um controle efetivo sobre a entrada de capitais, dado o seu caráter pouco reflexivo sobre os movimentos de fluxos financeiros, especialmente no mercado de capitais e no mercado futuro.

Ao se adotar um imposto sobre a movimentação de capitais estrangeiros como uma medida de restrição da especulação que caracteriza os influxos desses capitais no Brasil, esperar-se-ia uma relação próxima entre a arrecadação do IOF e fluxos financeiros. Ou seja, o esperado é que a cobrança de uma alíquota maior de IOF e o consequente aumento em sua arrecadação desestimulasse os investidores internacionais que passariam a direcionar menos recursos para a economia brasileira, limitando o potencial de especulação subjacente aos movimentos de capitais. A lógica por trás dessa medida é, portanto, a de que o imposto sobre operações financeiras funcionasse como um desestímulo à entrada de capitais estrangeiros. No entanto, a despeito do aumento de suas alíquotas<sup>16</sup> em 2008, a dinâmica dos fluxos de “Investimentos Estrangeiros em Carteira” e de “Outros Investimentos Estrangeiros” permaneceu a mesma, isto é, apresentando movimentos bruscos de entrada e saída de capitais.

Portanto, a medida de controle de capitais adotada pelo governo não tem inibido a forte entrada de capitais, mesmo através de títulos de renda fixa e de ações (fluxos também taxados a partir de outubro de 2009). Torna-se importante, assim, uma análise do perfil de cada fluxo da conta financeira do Balanço de Pagamentos no Brasil. As contas que foram alvo do governo não necessariamente são as contas que apresentam maior volatilidade. Neste sentido, a ineficácia do IOF em restringir os fluxos especulativos pode não ser apenas explicada pela capacidade dos investidores em “driblar” os impostos e controles, mas, sim, porque não se taxa corretamente os fluxos. Ademais, a taxaço adotada foi muito tímida, diante da enorme enxurrada de capitais especulativos que o país atrai.

Enquanto o grau de abertura financeira for elevado, a taxaço via IOF se revelará insuficiente tanto para deter a trajetória de apreciação do *real* como para apontar uma

---

<sup>16</sup> Esta medida foi adotada como resposta da crise financeira internacional. Em janeiro de 2008 o governo alterou a alíquota do IOF sobre operações de câmbio de 2% para 2,38% e em setembro a mesma alíquota foi alterada novamente para 2,5%.

mudança rumo à atração de capitais de longo prazo. Desta forma, destaca-se a necessidade de medidas mais concretas, que inibam efetivamente a especulação dos investidores estrangeiros. Isso poderia ser atingido por meio de um controle de entrada articulado com um controle sobre a saída de capitais e que fossem exógenos aos contextos de crises financeiras. De outra maneira, a imposição de um requerimento de reserva não remunerada (ou formas de quarentena) poderia ser mais enfática. Mais ainda, torna-se imperioso taxar amplamente os fluxos financeiros, a partir da imposição de limites, margens e depósitos para os capitais que entram no País, regulamentar operações de bancos em moeda estrangeira e controlar operações no mercado futuro de dólares. Deve-se pensar, também, em políticas alternativas de controles de capitais, como, por exemplo, os controles quantitativos, que se referem à proibição de toda e qualquer movimentação de capitais de cunho especulativo em um determinado período de tempo. Estas seriam algumas possíveis estratégias para a economia brasileira e que estão incluídas no rol dos controles de capitais e da regulação prudencial.

Ademais, a análise prévia do perfil dos fluxos financeiros a partir do exame de cada sub-conta financeira do Balanço de Pagamentos constitui uma importante estratégia para compreensão de quais capitais “atacar” durante a implementação dos diferentes tipos de controles. A cobrança de impostos e taxas deve ser aplicada de maneira mais adequada e direcionada aos fluxos mais voláteis. É necessário, portanto, um detalhado exame das características dos fluxos de capitais direcionados para o Brasil. Está claro que a desregulamentação financeira dos mercados permitiu uma enorme alavancagem de recursos e uma consequente perda financeira. É por isso que o processo de regulamentação financeira doméstica deve passar por uma análise do perfil dos investidores.

Com efeito, ressalta-se também a importância para a eficácia dos controles de capitais (seja sobre a entrada ou sobre a saída de capitais) de que tais medidas sejam complementadas por outras estratégias de fomento ao desenvolvimento econômico, como a estabilidade política, o aumento do investimento em formação bruta de capital fixo, o incentivo à exportação e políticas desenvolvimentistas rumo à modificação de problemas estruturais do balanço de pagamentos brasileiro. A experiência internacional prova esta importante complementaridade.