

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Os Efeitos da Crise Financeira Sobre o Brasil

Samarha Santana Ferreira Motta

matrícula nº 110052458

ORIENTADOR: Prof. Ricardo Summa

DEZEMBRO 2016

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora

AGRADECIMENTOS

Agradeço e dedico com muito amor essa monografia aos meus amigos, familiares e meu namorado. Sem vocês não teria conseguido.

RESUMO

O presente trabalho apresenta como ocorreu a crise de 2008, desde o endividamento da população norte-americana a desregulamentação financeira. A partir dessa delineamos os efeitos sobre a economia Brasileira, considerados brandos em comparação a Europa e os Estados Unidos e suas formas de contágio no país.

ÍNDICE

Sumário

Introdução.....	7
Capítulo I.....	8
I.1 Período pré-crise e sistema bancário americano.....	8
I.2 O sistema financeiro habitacional norte-americano e suas implicações.....	10
I.3 A crise e seus eventos	20
I.4. Conclusão	25
Capítulo II - O pré-crise e seus efeitos no Brasil.....	26
II.1 O período pré –crise	27
II.2 Efeitos na economia real : PIB e Desemprego	32
II.3 Medidas Governamentais	36
II.4 Mercado acionário	38
II.5 Conclusão	40
Capítulo III - As formas de contágio da crise no caso Brasileiro.....	41
III.1 Os canais de transmissão	41
III.2 A escassez de crédito	43
III.3 A volatilidade cambial, empresas nacionais e derivativos cambiais	45
III.4 – Conclusão.....	52
CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	53

Índice de Gráficos

Gráficos 1 – Emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas <i>subprime</i> (2001-2006).....	10
Gráficos 2 - Apreciação dos imóveis, 1996 – 2007 (percentual anual).....	17

Gráficos 3 - variação dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento Subprime (Dados até o segundo Semestres de 2008)	18
Gráficos 4- Média de Crescimento das principais economias.....	24
Gráficos 5 - Número de empresas brasileiras com o capital aberto entre 2003 e 2008.....	30
Gráficos 6 - Taxa de desemprego %	33
Gráficos 7- Evolução Trimestral do PIB Brasileiro 2008-2010(em % a.a.).....	35
Gráficos 8 - Mensal IBOV (2007 – 2009).....	39
Gráficos 9 - Evolução da Taxa de Câmbio R\$/US\$.....	45

Índice de Figuras

Figura 1- Esquema Estilizado de Securitização dos Créditos <i>Subprime</i>	14
--	----

Índice de Tabelas

Tabela 1- Perdas anunciadas com a Crise do Supprime – Em US\$ Bilhões	22
Tabela 2 - Variáveis macroeconômicas brasileiras entre 2003 e 2008.....	32
Tabela 3 - Fase de aumento de Desemprego	33

Introdução

O presente trabalho tem a finalidade de apresentar os impactos da crise de 2008 na economia brasileira, analisando seus efeitos reais sobre a nação a partir da compreensão das formas de contágio sobre esta. Para realizarmos essa pesquisa revisamos e organizamos a bibliografia sobre o tema, de forma crítica e objetiva.

Iniciamos o primeiro capítulo apresentando os elementos principais que formaram a crise do *subprime* nos Estados Unidos em 2007, e as formas com as economias emergentes e desenvolvidas reagiram ao colapso do centro financeiro mundial em tempo de estabilidade econômica do pós-guerra. Faremos uma análise atenta de dos meios pelos quais a desregulamentação financeira, o crescimento do chamamos de Shadow Banking, as próprias características do sistema imobiliário norte-americano e as inovações financeiras levaram ao colapso do Lemman Brothers em 2008, e afundaram consigo o sistema financeiro norte-americano, gerando uma recessão no país e nas economias abertas de todo mundo.

Seguiremos no segundo capítulo apresentando as características do Brasil pré-crise de 2008, com relativa estabilidade financeira e razoável crescimento econômico. Continuaremos a seção pelos principais efeitos da economia real afetados, como o PIB, o desemprego e a inflação, a partir de uma análise detalhada destes. Concluiremos o capítulo com considerações finais sobre qual o peso real da crise no âmbito nacional, e a profundidade em que o país fora atingido.

No capítulo 3 serão apresentando os mecanismos de transmissão na crise no Brasil, como forma de explicar as reações do país apresentadas no capítulo 2. A partir dos pontos focais contágio da crise como escassez de crédito, volatilidade do dólar e o papel das empresas nacionais, analisaremos os motivos pelos quais o desenrolar da conjuntura de tensão mundial afetou, e gerou um principio de recessão na economia Brasileira.

Concluimos então o trabalho a partir de considerações finais sobre a pesquisa feita, analisando todo material apresentado e refletindo sobre a reação brasileira no caso apresentado.

Capítulo I

A crise financeira de 2008 deve ser analisada de acordo com diversos aspectos inerentes às raízes da economia americana, sobretudo seu sistema financeiro profundamente desenvolvido e complexo, de laços robustos com as principais economias globais.

Neste capítulo, inicialmente, apresenta-se a conjuntura econômica do período pré-crise bem como a estrutura do sistema bancário americano. Na seção subsequente, apresenta-se o sistema financeiro habitacional norte-americano e suas principais implicações e, em seguida, explicam-se as razões e os eventos que culminaram na crise financeira internacional.

I.1 Período pré-crise e sistema bancário americano

A destruição do sistema de Bretton Woods inicia um contexto de desregulamentação financeira, sucedida por uma fase de crescimento econômico virtuoso dos EUA aliado à estabilidade dos preços ainda sob o comando do presidente Bill Clinton (iniciado em 1993), (CARVALHO, 2010).

Segundo a Comissão de Inquérito da Crise Financeira (2010), o sistema financeiro Norte-americano abrange uma gama de instituições e entidades financeiras que estão fora dos tradicionais bancos comerciais. Muitas dessas, são pouco ou não regulamentadas, podem ser chamadas *Shadow Banking*. Com supervisão mais branda e pouca regulamentação, tais instituições desenvolveram novos serviços. A adaptação dessas inovações financeiras coincidiu com a proliferação dos investimentos nesse mercado. “According to Treasury Secretary Timothy Geithner, ‘At its peak, the shadow banking system financed about \$8 trillion in assets... making it almost as large as the real banking system’ “(Financial Crisis Inquiry Commission, p. 9)

Assim como Carvalho (2010), a comissão de inquérito da crise financeira (2010) aponta a criação das leis Basel capital Adequacy Accord (1998) e Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 (GLBA) como principais responsáveis pela remoção de barreiras no mercado (desregulamentação dos bancos comerciais) uma vez que essas leis anularam a Lei Glass Steagall (1933), cuja principal característica era a medida disciplinadora do mercado, especialmente dos bancos. Tais leis possibilitaram criação de bancos universais, permitindo a participação dos bancos comerciais em todas as atividades financeiras e por contraparte

deu o direito de depósito e poupança as seguradoras e financeiras.

“Thrift ownership rules were relaxed in the early 1970s, opening the way to the abuses that decimated the whole industry in the 1980s. The development of secondary markets in mortgages in the early 1980s was a reaction to the high interest rate monetarist experiment used by Volcker to fight stagflation. The Glass Steagall act that had separated commercial and investment banking was repealed in 1999, allowing commercial banks to engage in a wider range of practices so that they could better compete with their relatively unregulated Wall Street competitors. As Kregel (2007a) notes, in 1999 Congress approved the Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act according to which “banks of all sizes gained the ability to engage in a much wider range of financial activities and to provide a full range of products and services without regulatory restraint”(Kregel 2007a)” WRAY, 2008, pág.4)

Pelos anos 2000, a maioria das holdings de bancos comerciais tinham subsidiárias não bancárias significativas, nas quais não eram supervisionadas pelo Federal Reserve, pois este tinha como papel apenas supervisionar principalmente as holdings bancárias. O sistema do *shadow banking* era regulado principalmente em favor da proteção dos investidores, com pouca preocupação quanto à segurança e solidez das instituições financeiras. Assim, Esse processo abriu espaço nos anos 2000 para as inovações financeiras, principalmente as consolidadas pelas holdings não bancárias, como era o caso das securitizações. (FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2010)

“In addition, the Fed and elected policy makers gradually relaxed constraints, often in response to private initiative. New practices were validated and sometimes even encouraged to allow heavily regulated banks and thrifts to compete with lightly controlled markets” (WRAY, 2008, pág.4)

De acordo com Way (2008) as inovações financeiras e a desregulamentação não foram sozinhas as responsáveis pela crise do *subprime*. O colapso só foi possível pelo contexto de ausência de depressões no período pós-guerra. Isso devido em parte às atividades do FED como prestador de última instância, atuando periodicamente com resgates ao setor privado e pelas várias reformas que datam do New Deal. Com a ausência de depressões e constantes políticas de resgates aplicados, as instituições financeiras passaram a não entender as inovações como arriscadas, provendo liquidez satisfatória e regulação insuficiente para que os preços dos imóveis e dos derivativos relacionados a esses chegassem a níveis tão altos e injustificáveis.

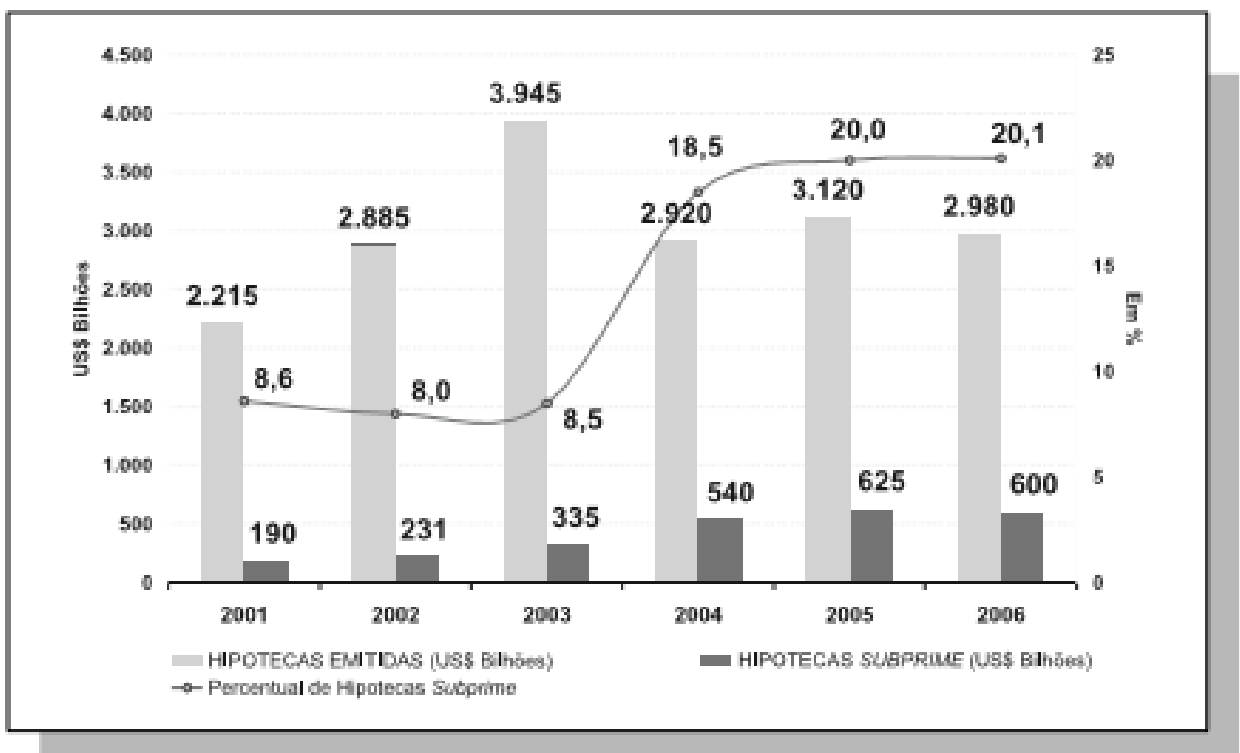
Como resultado, de acordo com Carvalho (2008), os ganhos relativamente baixos dos mercados tradicionais de empréstimos, em um período de baixa inflação e baixa taxa de juro, intensificavam as fortes pressões competitivas entre bancos e financeiras, principalmente em

um período de baixa regulamentação. Em busca de novos mercados com rendimentos maiores, encontraram janelas de oportunidades externas e internas ao país. A primeira se deu pela abertura a países subdesenvolvidos e a segunda, vista como uma forma mais promissora: a ampliação do mercado imobiliário americano. (CARVALHO, 2010)

I.2 O sistema financeiro habitacional norte-americano e suas implicações

Segundo Borça Junior e Torres Filho (2008) um dos elementos para entender a crise se da com o boom nos preços dos imóveis norte-americanos entre 1997 e 2006. Em meio a um contexto de baixo crescimento vegetativo e envelhecimento da população, o aumento substancial do crédito imobiliário somado às baixas taxas oferecidas pelos bancos, possibilitou o aumento expressivo do preço dos imóveis, chegando em 2003 ao ápice do mercado hipotecário, com operações atingindo quase U\$4 trilhões, ante a média de U\$3 trilhões no período de 2001 a 2006, conforme apresentado no gráfico 1

Gráficos 1 – Emissão total de novas hipotecas e participação das hipotecas *subprime* (2001-2006)



Fonte: Borça Junior e Torres Filho (2008) pg.137

O gráfico 1 apresenta o volume de hipotecas *subprime* (representado em cinza escuro) e o volume total de hipotecas emitidas no período 2001/2006 (representado em cinza claro), sobreposto com um gráfico em linha representando o percentual de hipotecas *subprime* no mesmo período. Pode-se verificar que o percentual de hipotecas *subprime* triplica no período analisado, apresentando mais que o dobro de representatividade entre o período final e inicial.

O mecanismo de financiamento que gerou esse aquecimento no mercado imobiliário pode ser explicado principalmente por dois fatores: primeiro a incorporação de uma nova massa de tomadores de financiamento caracterizados como *subprime*. E o segundo, com papel decisivo das corretoras e bancos americanos, o crescimento de securitização de crédito. Tais fatores possibilitaram encobrir as hipotecas do mercado não-prime e tornaram-se a principal forma de financiamento. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

O termo *subprime* se refere a pessoas que não possuem qualificações financeiras como histórico de crédito, renda ou garantias suficiente para convencer que o risco de seus empréstimos é aceitável, de tal forma que a maior parte dos financiamentos hipotecários pré- crise nos EUA foi feita sem as tradicionais garantias oferecidas pelo governo americano. (CARVALHO, 2008).

“Low doc” loans (less documentation required) evolved to “no docs” and to “liar loans” (borrowers were allowed and even encouraged to lie about income and other information relevant to the application process), and finally to “Ninja loans” (no income, no job, no assets).” (WRAY, 2008, pág. 11)

Com o fim dos chamados Anos Dourados¹ dos Estados Unidos, a restauração do liberalismo nos anos 1960 e 1970 nos EUA iniciam os conflitos e desigualdades sociais no país. Passado o espírito de solidariedade social após a grande depressão de 1929, a consolidação de novas relações capital-trabalho foi marcada com a eleição de Ronald Reagan em 1980. Nesse período foram feitos corte de gastos nas políticas de proteção social para cobrir os gastos com a guerra fria, transferência das plantas produtivas para países de baixos custos trabalhistas, o que gerou queda na capacidade de negociação dos sindicatos. Embora nesse período tenham ocorrido esforços para a redução do desemprego, o salário das classes mais pobres tornam-se

¹ “Do pós-guerra até a década de 1970, a economia norte-americana viveu os seus Anos Dourados. Conciliou, neste período, elevadas taxas de crescimento do seu produto nacional bruto, alto nível de emprego e melhora do padrão de vida da população mediante aumento dos salários reais e redução na desigualdade da distribuição de renda” (TEIXEIRA, 2012, pág. 9)

cada vez mais pressionados, levando a sociedade norte-americana ao caminho opostos da redistribuição de renda.(TEIXEIRA, 2012)

“No período 2000-2006, essa mudança na distribuição de renda se torna perversa: os 60% mais pobres perdem renda real em termos absolutos, e apenas os 40% mais ricos obtêm algum ganho real(...), vemos que apenas os 20% mais ricos conseguiram ampliar a sua participação na renda total entre 1973 e 2007” (TEIXEIRA, 2012, pág. 16-17)

De acordo com Teixeira (2012), a forma na qual a sociedade norte-americana assalariada encontra para manter seus gastos familiares apesar da estagnação da renda é feita via aumento do endividamento. Este ocorre não apenas pelo empobrecimento populacional, mas também por novos padrões de gastos , gerando um “ descolamento” da renda em relação ao consumo.

O papel das inovações financeiras torna-se de grande importância nesse quadro, principalmente para financiamento residencial.

“na segunda metade dos anos 1990 e nos anos 2000, a forma de endividamento que mais cresceu foi o crédito imobiliário. Este tipo de financiamento não esteve necessariamente relacionado à aquisição de novas residências, mas para se “realizar ganhos de capital” do valor de imóveis através do crédito hipotecário. A expressão é posta aqui entre aspas, pois o ganho de capital, de fato, só seria realizado com a venda do ativo em questão. Porém, diversas inovações financeiras ampliaram o acesso das famílias ao sistema de crédito residencial, permitindo, inclusive, empréstimos referentes apenas à variação do preço do imóvel, quando já houvesse hipoteca concernente a tal imóvel, podendo ser usado para consumo” (TEIXEIRA, 2011, pág. 22)

Não obstante o setor *subprime* foi visto como uma maneira de expandir os lucros por empresas privadas, visto que quanto maior o risco, maior o retorno que poderiam proporcionar (em contrapartida, maior perda). Já o conceito de securitização, pode ser entendido como criação de um título formado por um conjunto de dívidas cuja remuneração é lastreada nos juros pagos pelos tomadores de tais dívidas. Esses títulos com dívidas hipotecárias foram vendidos no mercado de capitais a investidores como fundos de investimentos, hedge funds, companhias de seguro, entre outros etc. espalhando seus riscos no sistema financeiro. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

O *shadow banking* facilitou substancialmente a intermediação entre investidores e tomadores de empréstimos dos mercados internacionais, promovendo operações de securitização. (Financial Crisis Inquiry Commission, 2010). O excesso mundial pela busca por rendimentos, a securitização propiciou uma forma atraente de investimento em dólar, criando a possibilidade aos investidores internacionais de comprar uma cota dos mercados imobiliários dos EUA. (WRAY, 2008). De acordo com Torres e Borça Junior (2008), com o alto risco das hipoteca *subprime* e sem as garantias cedidas pelo governo norte-americano, as corretoras e bancos dos EUA obtiveram suma importância na propagação dessa nova operação de derivativo se na propagação de seus riscos pelo mercado de capitais. Esse processo é baseado na emissão de cotas de fundos (tranches) de diversos níveis de risco diferente que contem um conjunto de contratos de hipotecas com rentabilidade baseada em seus respectivos riscos. A classificação destes fundos iniciam pelas mais seguras, as tranches AAA até as com maior probabilidade de inadimplência, chamadas de *toxic waste* (lixo tóxico). Caso houvesse perdas no fundo as primeiras perdas seriam recebidas por aqueles que possuíam tranches com os menores ratings, as *toxicwaste*, até as mais seguras. Em contrapartida as tranches com maior risco proporcionariam maior rentabilidade. (TORRES E BORÇA JUNIOR, 2008)

“Na posição final, estava a tranche senior do tipo AAA. Seus detentores só teriam prejuízos caso todos os demais cotistas tivessem sofrido perdas integrais. Trata-se, portanto, de uma classe de investimento extremamente segura, mas que, por isso mesmo, proporcionava um ganho pequeno em relação ao que era pago aos demais investidores.” (TORRES E BORÇA JUNIOR, 2008, pg. 141)

Torres e Borça Junior (2008) explicam que as cotas mais bem classificadas são vendidas diretamente no mercado de capitais, enquanto as demais são integradas aos chamados fundos CDO², no qual estão inseridas demais títulos de dívida, não apenas hipotecas. Assim, os riscos são diluídos entre outros empréstimos, podendo estes melhorar de classificação, disseminando as antigas *toxicwaste* pelo mercado ao mesmo tempo em que possibilita a redução do custos de captação pelos bancos para financiar estas dívidas. “O Fundo CDO, com base nesses ativos, emitia novas séries de títulos com características de risco e retorno escalonadas, a exemplo do fundo de hipotecas (*mortgage pool*)” (TORRES E BORÇA JUNIOR, 2008, pg.142)

“In principle, all mortgages could be packaged into a variety of risk classes, with differential pricing to cover risk. Investors could choose the desired risk-return trade-off. Thrifts and other regulated financial institutions would

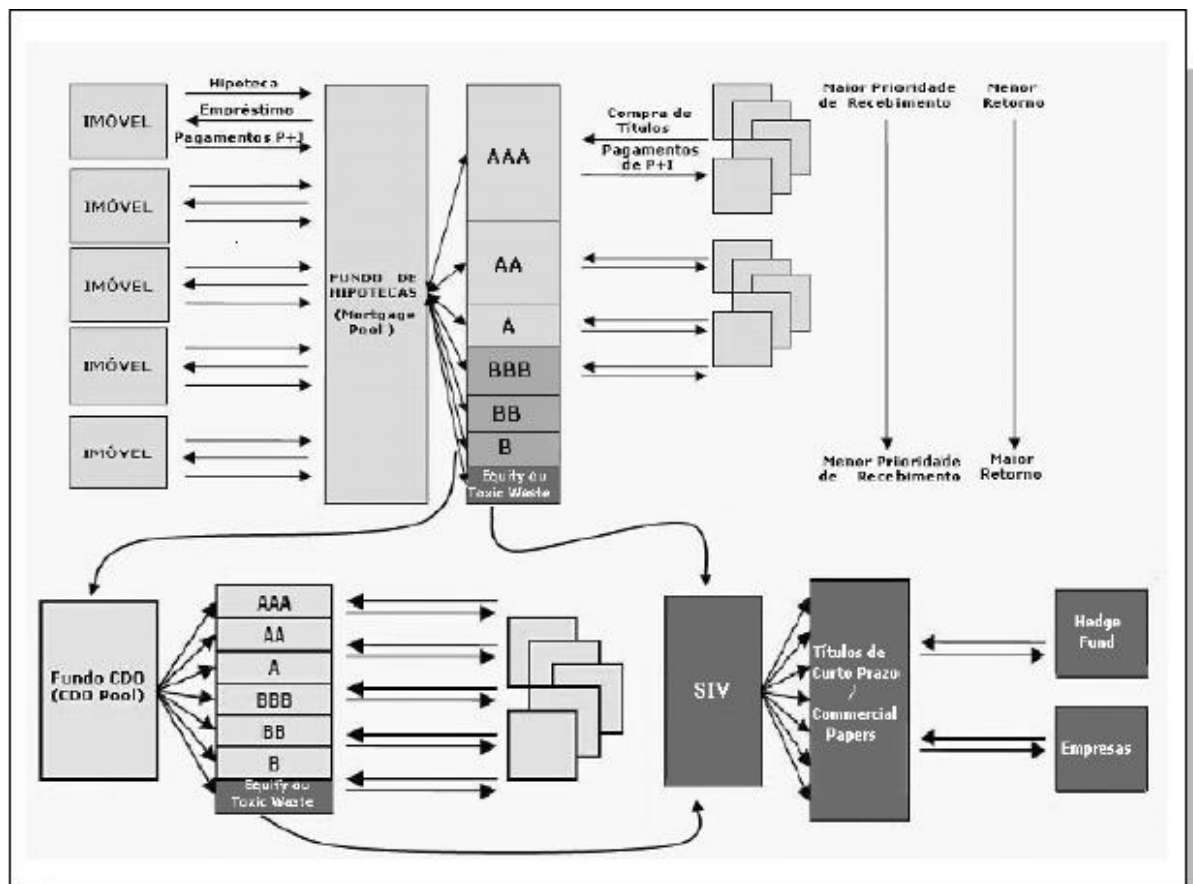
²- ‘*Collateralized debt obligations* – “títulos garantidos por dívidas”’ (TORRES E BORÇA JUNIOR, 2008, pág. 134)

earn fee income for loan origination, for assessing risk, and for servicing the mortgages. Wall Street would place the collateralized debt obligations (CDOs), slicing and dicing to suit the needs of investors. Far from excluding borrowers of moderate means, securitization contributed to an apparent democratization of access to credit as homeownership rates rose to record levels over the coming decades.” (WRAY, 2008, pág. 7)

De acordo com Gontijo (2008), a securitização é obtida pelo processo de Originação & Distribuição (O&D), no qual instituições chamadas de veículo de finalidade específica (Special-Purpose Vehicle – SPV), compram o portfólio de empresas financeiras (com hipotecas, empréstimos estudantis, cartões de crédito entre outros) e posteriormente emitem e distribuem títulos lastreados neste portfólio, com a garantia da empresa financeira que a vendeu (figura 1).

A figura 1 apresenta detalhadamente o esquema de securitização dos créditos subprime. (GONTIJO, 2008).

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



Fonte: Torres e Borça Junior (2008), pág. 140

A complexidade e a configuração destas operações muitas vezes não possibilitava aos investidores, ao mercado e as agências de rating a uma avaliação de risco precisa, pois assim como Wray (2008), “Some of the subprime loans are covered by mortgage insurance; more importantly, insurance was sold on the securities, themselves”. (WRAY, 2008, pág. 10) Assim, algumas Empresas como Fannie Mae e a Freddie Mac, maiores distribuidoras de hipotecas securitizadas, recebiam credibilidade de investidores convictos de que, em situações adversas, o governo não hesitaria em intervir, dada a importância das mesmas frente ao mercado, garantindo o grau de investimento das securitizações.(GONTIJO, 2008) “As Minsky (1987) argued, investment banks would pay ratings agencies to provide favorable ratings, and hire economists to develop models to demonstrate that interest earnings would more than compensate for risks”. (WRAY, 2008, pág. 8).Como resultado desse processo, empresas como Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac, passaram a obter 900% a mais hipotecas³ nos anos 90 em comparação aos anos 70. (GONTIJO, 2008) Assim Gontijo(2008, pg.15) explica:

“A ideia é que, com a securitização, o banco transfere o risco hipotecário para os investidores, reduz os seus custos e contorna, através da remoção das hipotecas dos seus balanços, as imposições dos Acordos de Basileia, com o consequente descongelamento do capital bancário, que se torna livre para outras operações. Para os investidores, o processo, além de favorecer a diversificação de carteira, permite retornos mais elevados, uma vez que os seus rendimentos são dados pela taxa do crédito hipotecário menos os ganhos do banco originador, os custos de administração das MBSs, o prêmio do seguro e os custos da classificação de risco.” (GONTIJO, 2008, pg.15)

Com a busca pelo lucro, alguns executivos davam maior prioridade à venda dos ativos no mercado primário do que a avaliação de risco dos ativos, fazendo com que esses deixassem de ser avaliados com o rigor bancário necessário. O crédito imobiliário passou a ser analisado por agências especializadas em crédito bancário, por modelos estatísticos baseados em dados passados da economia americana. (CARVALHO, 2010). Visto que a economia norte-americana passava por um período de prosperidade e baixo desemprego, o risco de perda do empréstimo foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo. (CARVALHO, 2008)

De acordo com Borça Junior e Torres Filho (2008), os créditos imobiliários *subprime* tem a característica de serem operações de longo prazo, geralmente 30 anos. Em alguns regimes de

³as chamadas MBSs (mortgage-backed securities) ou RMBSs (residential mortgage-backed securities (Gontijo, 2008)

contrato, o primeiro período (2 a 3 anos) é caracterizado por prestações relativamente baixas, e no período seguinte, o valor das prestações é ajustado (aumento). Há um segundo regime de contrato, chamado *interested-only-loan*, no qual inicialmente são pagas apenas as taxas de juros do contrato e, posteriormente, são pagas as taxas de juro somadas às amortizações. Como os bancos, as financeiras e os Brokers de mercado rentabilizavam através da comissão da receita arrecadada e não mantinham em carteira o risco de default, esses obtinham incentivos para originar a maior quantidade de hipotecas possível independente da habilidade dos tomadores pagarem ou não seus empréstimos. (WRAY, 2008)

Na modalidade de contrato em que as parcelas são elevadas com o tempo, caso o preço do imóvel esteja se valorizando, há a possibilidade das famílias que apresentam dificuldades financeiras liquidar em as hipotecas antigas e fazer novas, retomando o pagamento de parcelas mais baixas. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

Uma segunda particularidade do mercado imobiliário americano é o mecanismo conhecido como *walk away*, no qual o tomador hipotecário que não consegue honrar com as suas obrigações, pode entregar o imóvel ao financiador como forma de liquidar o empréstimo. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

Segundo a Financial Crisis Inquiry Commission(2010), um aspecto que deve ser notado neste modelo de operação financeira é o risco de liquidez e crédito que nela estão embutidos. O risco de liquidez é intrínseco a transformação da maturidade dos vencimentos das obrigações de pagamento, pois esta propicia que depósitos de curto prazo financiem hipotecas de longo prazo.⁴ O risco de crédito pode ser entendido como a possibilidade de default dos envolvidos. Nos casos em que a instituição tenha que tomar o imóvel do tomador de empréstimo e vendê-la ao mercado, possivelmente a instituição pode não ter tempo hábil para ressarcir o credor uma vez que o tempo de maturação é diferente da retirada de um valor bancário ou da baixa da aplicação de um fundo, por exemplo (Financial Crisis Inquiry Commission 2010).

A economia americana encontrava até meados de 2004 um cenário favorável ao refinanciamento hipotecário, com a alta dos preços dos imóveis e a baixa taxa de juros. Todavia, com a gradativa elevação de taxa de juros do país no patamar de 1% a.a. em maio de

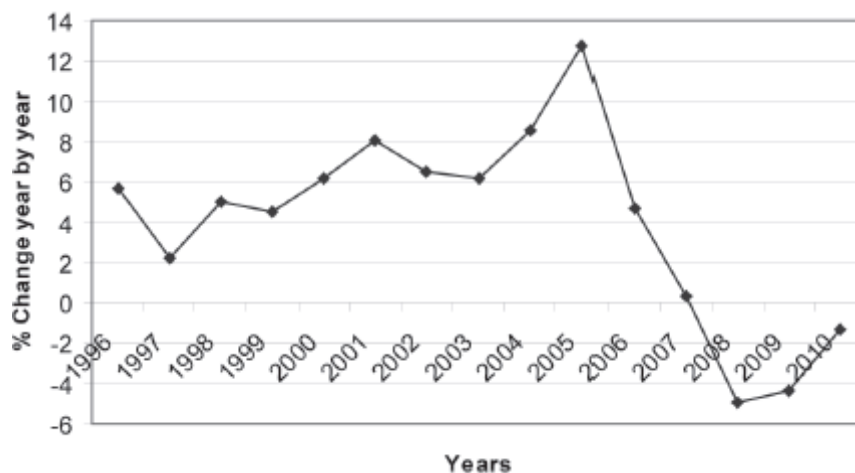
⁴ Por outro lado, de acordo com Wray (2008) o risco de liquidez era improvável no período por dois principais motivos: 1)As retiradas financeiras eram relativamente previsíveis, enquanto as taxas de juros do FED permaneciam abaixo do teto delimitado para taxas do mercado norte-americano (Regulation Q). 2)As instituições financeiras obtinham acesso direto aos empréstimos overnight interbancários (geralmente disponíveis pois eram mais rentáveis que as taxas do mercado a vista).

2004 para 5,25% a.a. em junho de 2006, seguido da queda sensível no preço dos imóveis (gráfico 2) a partir de 2005, este cenário mudou. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008

Segundo Borça Junior e Torres Filho (2008), a alta dos juros pode ser entendida como prejudicial ao financiamento imobiliário por encarecer as hipotecas, já o preço dos imóveis implica em três fatores: O primeiro fator é que no caso de valorização do imóvel há mecanismos que possibilitam transitar de classificação de hipotecas *subprime* a *prime* e obter redução na taxa de juros, e no caso contrário, elevar esta taxa. O segundo diz respeito à prática “*walkaway*” citada. Ao passo que o preço de imóvel reduz de valor, tornando-se menor do que a dívida hipotecária, além dos contratos *prime* e *subprime* permitirem uma cobrança a mais pelos bancos, esse mecanismo possibilita e estimula a liquidação da dívida com a entrega do imóvel, como ocorreu com aproximadamente 8,8 milhões de hipotecas em março de 2008. O último fator diz respeito ao ciclo especulativo citada, no qual a queda dos valores no mercado habitacional naturalmente afasta agentes que buscam a negociação de imóveis apenas com o intuito de ganhos com a valorização do mesmo. Dessa maneira expansão do ciclo imobiliário foi finalizada tornando-se inviável o processo de refinanciamento hipotecário. Com esses novos fatores, foi inevitável um aumento da inadimplência. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008).

O gráfico 2 mostra que os preços dos imóveis apreciaram expressivamente no ano de 2006.

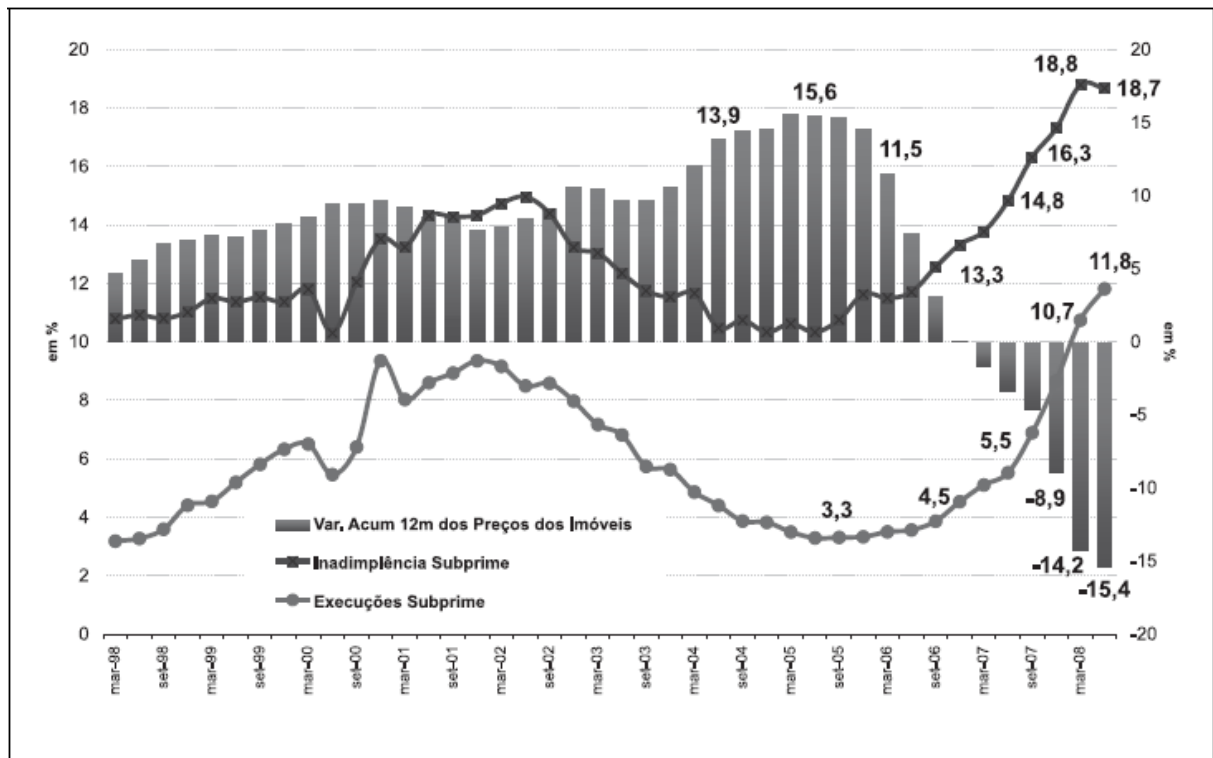
Gráficos 2 - Apreciação dos imóveis, 1996 – 2007 (percentual anual)



Fonte: Aziz (2012), pg.208

O gráfico 3 apresenta a evolução do preço dos imóveis e do segmento supprime até o início da crise do supprime nos EUA de acordo com o índice de Case Shiller.

Gráficos 3 - variação dos Preços dos Imóveis e da Inadimplência e Execuções de Hipotecas do Segmento *Subprime* (Dados até o segundo Semestre de 2008)



“O acúmulo de prestações em atraso comprometeu não só as receitas esperadas das cotas equity que pertenciam às SIVs, mas também das tranches de menor risco que formavam os fundos CDO.” (TORRES E BORCA JUNIOR 2008, pg. 144 e 145). As instituições financeiras americanas e europeias ao disponibilizarem crédito as SIVs retinham parte das perdas, expondo-se ao risco do mercado habitacional. Nesse contexto, o pânico espalhou-se sobre os investidores que apressaram-se para retirar as aplicações lastreadas em ativos emitidos pelas SIVs como alguns commercialpapers e resgatar cotas de fundos imobiliários . (TORRES E BORCA JUNIOR 2008)

Torres e Borca Junior (2008) apontam duas mudanças no mercado bancário desencadeadas a partir da deflação de preços dos imóveis, são elas: a redução da oferta de crédito e a elevação dos custos de captação das instituições financeiras. A primeira se deu a partir do momento em que os bancos perderam a capacidade de estimar o valor do ativo que foi dado como garantia do empréstimo no longo prazo e a segunda se deu através do aumento do risco de inadimplência dos ativos securitizados

Gontijo afirma que a baixa percepção da gravidade do risco de securitização, dos sinais de redução de demanda e valor das MBSs, iniciado já no verão de 2006 , foram ignorados por seus bancos originadores. Estes, por sua vez, impulsionaram a compra SPVs com MBSs encalhadas por instituições bancárias. Tais instituições, principalmente os bancos originadores, nesse processo de encarteamento de MBSs podres passaram a reter os riscos e as perdas de capital dos ativos securitizados (GONTIJO, 2008). Assim, a deterioração do valor dos imóveis atingiu o mercado de crédito, resultando no aumento do custo de captação 12 vezes maior desde o início da crise nas instituições Fannie Mae e Freddie Mac. Segundo Borça Junior e Torres Filho (2008), os investidores da bolsa de valores com a maior percepção de prejuízo tiveram perda média de US\$ 57,00/ação da Fannie Mae no período julho de 2007 a agosto de 2008.

No contexto de fuga de investidores, as instituições financeiras incumbiram-se de parcela dos créditos securitizados e dos financiamentos que já haviam se comprometido e que não obtiveram liquidez no mercado de capitais, mantendo-os em carteira. Tais operações, cujo objetivo era comprimir o custo de captação e as exigências de capita, proporcionaram prejuízos cada vez maiores, forçando aos bancos a desembolsar quase 10% a mais em crédito com as despesas assumidas anteriormente a crise. Os rombos nos balanços das entidades financeiras desencadearam aumentos da restrição bancária, queda de nas aplicações pelos

Money Market funds ,crescentes execuções de medidas de socorro e novos aportes de capital pelos Bancos Centrais dos países da América do Norte e Europa. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

Quase 50% dos prejuízos contabilizados até outubro de 2008 foram provenientes principalmente dos grandes bancos norte americanos “Wachovia, Citigroup, Merrill Lynch, Washington Mutual e UBS”, representando perdas de US\$ 310 bilhões , do total de US\$ 660 bilhões, desencadeando súbita queda no mercado mobiliário de seus ativos, a exemplo do Citigroup que demonstrou queda de 70% em comparação às cotações de julho de 2007. (TORRES E BORCA JUNIOR 2008).

Para conter a catástrofe nas bolsas de valores internacionais foram promovidas medidas de liquidez, como ampliação da liquidez do sistema pelo FED, através de operações compromissadas (repurchase agréments) no valor de US\$ 100 bilhões, quantia gasta de a US\$ 150 bilhões nos leilões de créditos (term auction facilities -TAF) , redução da taxa de redesconto (discountwindow),” a qual teve seu spread reduzido para 25 basis points relativamente aos Fedfunds, juntamente com a ampliação, de trinta para noventa dias, do prazo dessas operações.” (TORRES E BORCA JUNIOR 2008, Pg.155) e “programas de assistência de liquidez aos primary dealers, instituições, não necessariamente depositárias, credenciadas a operar diretamente com o FED, auxiliando a execução de sua política monetária” (TORRES E BORCA JUNIOR 2008, pg.155). Contudo, tais medidas não foram suficientes para conter o pânico nos mercados internacionais após a falência do banco de investimento Lehman Brothers(TORRES E BORCA JUNIOR 2008).

I.3 A crise e seus eventos

Ao longo de 2007, as perdas dos principais bancos e fundos de investimento foram exposto as por notícias de prejuízos com o financiamento hipotecário nos Estados Unidos. A falência, em abril, do credor de hipotecas New Century Financial Corporation ,segundo maior no ramo do país, seguida, em agosto, pela interrupção “dos resgates das quotas de três grandes fundos imobiliários (...) – ParvestDynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor e BNP Paribas ABS Eonia”, (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO 2008, pg.130) pelo BNP-Paribas no mesmo ano representam o inicio das perdas instauradas pela crise. Tais perdas desencadearam apreensão Ben Bernanke, presidente do Federal Reserve (FED) no período, o qual admitiu apenas em agosto profundidade do risco de crédito à crise do subprime, contrariando seu

discurso de maio, em que apresentava baixa preocupação em relação aos acontecimentos. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO 2008)

Após a sequência de corridas contrárias às posições em créditos hipotecários nos EUA e queda na liquidez dos *asset backed*⁵ comercial, os Bancos Centrais com receio que a crise de agravasse tomaram medidas expansionistas injetando liquidez na economia. Não obstante, a crise se intensificou em 2008 tal que “na Inglaterra, registrou-se, pela primeira vez, em mais de 140 anos, uma corrida contra um dos maiores bancos nacionais – o Northern Rock.” (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008, pg.131)

A sequência de eventos que culminou na crise tornou-se clara. Para a população a partir de agosto de 2008, quando o controle das maiores empresas do mercado de hipotecas dos EUA, Fannie Mae e Freddie Mac, fora tomado pelo Tesouro Nacional Americano (através do Federal Housing Finance Agency, empresa criada para amparar a população americana no financiamento residências), retirando seus chefes-executivos do comando e aportando o montante de US\$ 200 bilhões. No mesmo ano, alguns dos maiores bancos americanos apontam risco de falência(tabela 1), como Merrill Lynch comprado pelo Bank of American , Bear Stearns comprado pelo do J.P. Morgan, Citigroup que recebeu financiamento de US\$ 306 bilhões em empréstimos além do aporte de US\$ 20 bilhões pelo governo norte-americano e o Lehman Brothers que solicitou concordata dia 16 de setembro. Em meio a difíceis processos de negociação, na sequência de resgates, o Federal Reserve assume 89% de participação maior empresa de seguradora dos EUA, o American International Group Inc. (AIG), com o financiamento de US\$ 85 bilhões, após a perda de 60% do valor de suas ações na bolsa de valores norte-americana, injetando também US\$ 14 bilhões nas montadoras GM e Chrysler . (CARVALHO, 2010)

A tabela 1 apresenta perdas de aproximadamente US\$ 660 bilhões concentradas entre os alguns dos maiores bancos internacionais.

⁵-“ títulos de curto prazo lastreados em hipotecas” (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO 2008, pg.143”)

Tabela 1- Perdas anunciadas com a Crise do Suprime – Em US\$ Bilhões

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

Fonte: Borça Junior e Torres Filho (2008), pg.147

Apesar de inúmeros aportes financeiros na economia norte-americana, o aprofundamento da crise foi marcado pela quebra do Lehman Brothers, com o entendimento pelos investidores internacionais que as autoridades americanas limitariam suas intervenções financeiras sem impedir a quebra de demais instituições. A solvência do sistema bancário do estadunidense foi posta em dúvida, gerando o pânico entre os agentes financeiros e escassez de crédito no curto prazo. (BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

A aversão ao risco dos bancos norte-americanos tornou-se um dos fomentadores da crise ao limitar crédito pessoal, enfraquecendo o consumo interno do país. Medidas impostas pelas autoridades monetárias como o repasse do FED de US\$ 50 bilhões para destravar o crédito, o plano de resgate de US\$ 700 bilhões, aprovado no senado já no mandato do Presidente Barack Obama, os incentivos fiscais a pequenas e médias empresas e a diminuição de impostos para a classe média não impediram que as instituições financeiras permanecessem conservadoras, retraindo crédito. (CARVALHO, 2010).

“Diante do agravamento da crise, o Tesouro americano preparou um pacote no valor de US\$ 700 bilhões para a compra dos ativos imobiliários ilíquidos (“podres”) dos bancos, com a intenção de sanear de vez seu sistema financeiro. Essa medida, a despeito de retirar do balanço das instituições financeiras os ativos “podres”, era uma forma alternativa de realizar novos aportes de capital nas instituições financeiras, criando alguma margem de manobra para os bancos. A intenção era desobstruir os canais que estavam bloqueando os mercados de crédito. Após um trâmite conturbado pelas autoridades legislativas dos EUA – Senado e Câmara –, o pacote foi

aprovado, mesmo submetido a algumas alterações”(BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008 pág 133)

No entanto, as perspectivas negativas quanto à economia americana refletiram em forte queda nas principais bolsas de valores do mundo e no preço das commodities. Essas aprofundaram as perdas econômicas até níveis de recessão. (CARVALHO, 2010). “As medidas para o enfrentamento da crise adotadas pelo país não reverteram a desaceleração da economia e o alto índice de desemprego” (LIMA E DEUS, 2013, pg.61).

“O efeito da recessão econômica americana ficou caracterizado com a queda na taxa de crescimento do PNB dos EUA de 2,2% (2007) para 0,8% (2008) e a subida da taxa de desemprego de 4,6% (2007) para 9,0% (março de 2009). Apesar da queda taxa de juros de 4,83% (2007) para 0,50% (março de 2009), isso não se refletiu positivamente na economia real americana já que a taxa de crescimento da produção industrial que era positiva (1,5% em 2007) ficou negativa (menos 12,8% em março de 2009); e a taxa de crescimento do consumo declinou de 2,9% (2007) para menos 0,4%” (março de 2009)”(CARVALHO, 2010, pág, 10)

Os obstáculos de aumento do teto da dívida norte-americana e financiamento da mesma desta pelo Estado possuíram carácter puramente político, não financeiro. Esse se explica pela condição do dólar como principal meio de pagamento do Sistema Financeiro e Monetário Internacional, tornando o ativo mais seguro e líquido existente. Dessa forma, a principal adversidade encarada pelos mercados financeiros correspondeu à precificação de seus ativos sob os reflexos negativos da perspectiva de crise estadunidense e em do vagaroso crescimento da economia quando comprado aos países emergentes no período de 2008 a 2011. (LIMA E DEUS, 2013)

Em outubro 2008, foram tomadas medidas em parceria com as principais economias mundiais, como redução de 0,5 p.p pelos Bancos Centrais das taxas básicas de juros, auxílio creditício aos mercados através de injeções de liquidez, proteção dos depósitos bancários através de garantias governamentais e indicação de eventual aquisição de ativos de instituições financeiras privadas.(BORÇA JUNIOR E TORRES FILHO, 2008)

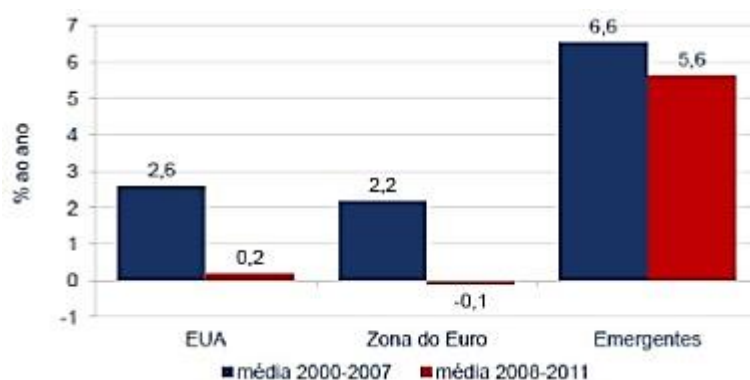
Os efeitos da crise financeira ocorreram de forma diferenciada entre os países da América Latina, principalmente em relação aos seus efeitos sobre o câmbio e os mercados financeiros. Estes países com o histórico recente de ataque especulativos nos anos 90 e constantes problemas de inflação, mostraram-se resistentes aos efeitos da crise, respondendo com políticas macroeconômicas distintas, assim como anuncia Carvalho (2010, pág.14)

“Argentina, por exemplo, buscou combater os efeitos da crise externa por meio da redução das exigibilidades em divisas estrangeiras em termos de contrapartida para as operações que induzissem a utilização das suas reservas cambiais; recompra de títulos de curto prazo emitidos pelo banco central; aumento das operações de crédito dos bancos domésticos. O Chile adotou as seguintes medidas: realizou operações de recompra de títulos públicos de 60 e 90 dias; flexibilizou os requerimentos relativos às suas reservas; e fez leilões públicos para prover liquidez em dólares para os bancos domésticos. O México fez corte da emissão de títulos de dívidas de longo prazo; criou uma linha de crédito com juros diferenciados para prover liquidez dos mercados; realizou a recompra de títulos de médio e longo prazo e uma linha de financiamento para troca de títulos de longo prazo por outros de curto prazo.” (CARVALHO, 2010, pág. 14)

Foram promovidas políticas em conjunto no bloco latino americano, como a utilização de recursos internacionais do Brasil, Argentina, Chile e México para a criação do *Latin American Bond Fund*, com a finalidade de atrair capital nas respectivas moedas nacionais para títulos da dívida pública. (CARVALHO, 2010)

O bloco europeu apresentou forte deterioração em suas economias, refletida em bruscas quedas nas principais bolsas de valores. Políticas como a de recompra de títulos dívida de países em condições mais graves pelo Banco Central Europeu mostraram-se insuficientes para cobrir a dívida pública de países como Irlanda, Portugal, Grécia, Bulgária, Romênia e Lituânia. Tais economias apresentaram situação crítica com as medidas fiscais contracionistas implementadas a partir de 2009, com a forte recuperação econômica apresentada principalmente pela Alemanha, Holanda, Dinamarca e Suécia. (LIMA E DEUS, 2013).

Gráficos 4- Média de Crescimento das principais economias



Fonte: Lima e Deus, 2009, pg. 61

O cenário internacional foi afetado gravemente pela crise do *subprime*, apresentando maior vulnerabilidade das economias desenvolvidas quanto ao sistema financeiro, a partir de uma recuperação mais lenta em relação aos países emergentes. Dados do FMI de 2012

apresentam 4% de crescimento do PIB maior naquele ano entre as economias em desenvolvimento em relação às economias desenvolvidas, e 4,6% em 2011. Lima e Deus, (2013, pág. 63) afirmam que, mesmo com o crescimento mais tímido dos países do BRIC (China, Índia, Rússia e Brasil) em 2012, o Brasil com o crescimento de 0,9% do PIB “teve o mais baixo crescimento econômico entre os BRICS – Rússia (3,6%), China (7,8%), Índia (4,5%) e África do Sul (4,5%)”. (LIMA E DEUS, 2013)

I.4. Conclusão

A crise do subprime, pode ser entendida por três fatores principalmente: Em primeiro lugar temos a desregulamentação financeira em um período econômico de crescimento do pós – guerra no centro econômico mundial, os Estados Unidos. A partir dos autores citados no capítulo 1, podemos entender que com desregulamentação o que chamamos de Shadow Banking, instituições financeiras pouco regulamentadas ou nada regulamentadas e a criação de novos instrumentos financeiros como a securitização, ganharam força e disseminaram risco não só no sistema financeiro norte-americano, como por todas as economias abertas do mundo.

A busca por maior rentabilidade das empresas e bancos, inerentes ao próprio capitalismo pode ser entendido como o segundo fator. Com o sistema norte-americano apresentando baixa inflação e baixa taxa juros, de 1997 a 2006, além da maior concorrência dos bancos comerciais com as demais instituições financeiras, o que mantinha as ganhos e lucros acirrados. Estes iniciaram a busca por uma maior rentabilidade em novos mercados, mesmo que tal rentabilidade apresentasse maior risco. Assim, se deu o crescimento pela busca de negócios em países subdesenvolvidos e, em nicho ainda pouco explorado nos EUA, o mercado imobiliário subprime.

As características do próprio mercado imobiliário norte-americano representam o terceiro fator. Da valorização especulativa do preço dos imóveis a possibilidade de interromper o pagamento do imóvel apenas com a entrega das chaves, o mecanismo citado “walk-away”, e a ilusória segurança nas empresas de distribuição de securitização hipotecária no contexto de alta dos juros norte americano.

Como consequência de tais fatores, a crise resultou no risco de falência de grandes instituições como Merrill Lynch, Bear Stearns e Citigroup e o pedido de concordata do Lehman Brothers levaram aos bancos centrais mundiais a tomarem medidas energéticas imediatas

injetando liquidez na economia. As principais bolsas de valores mundiais refletiam a crise em grandiosas quedas de valor.

A crise do *subprime* disseminou-se pelo globo, levando a queda de grandes bancos na Europa e nos Estados Unidos. O bloco europeu apresentou forte deterioração em suas economias. Já os reflexos na América latina mesmo fortemente afetados apresentaram efeitos diferenciados e mais brandos, com recuperação mais rápida .

A partir do entendimento dos fatores da crise e suas consequências no mundo visto nesse capítulo, podemos analisar nos próximos suas consequências sobre o Brasil apresentadas no capítulo 2 e as formas de disseminação dessa no país capítulo 3.

Capítulo II - O pré-crise e seus efeitos no Brasil

Sabe-se que a crise financeira de 2008 afetou inicialmente a economia dos países desenvolvidos e, num momento posterior, impactou a economia dos países emergentes. Nos primeiros meses de 2008, os efeitos colaterais da crise atingiram os países em desenvolvimento de forma praticamente homogênea, diferenciando-se com mais notoriedade nas trajetórias das taxas de câmbio, taxa de desemprego e juros ao longo de 2009, de acordo principalmente com proporções de endividamento externo e interno e transações correntes em moeda estrangeira. (PRATES, CUNHA E LELIS, 2011)

No segundo semestre de 2009, período de recuperação, ainda que frágil e de forma distinta nos mercados financeiros institucionais e das economias mais avançadas, pode-se verificar que o retorno dos fluxos de capitais teve efeitos positivos sobre o comércio mundial, melhorando assim, o volume de exportações (PRATES, CUNHA E LELIS, 2011)

Para entender a razão pela qual a economia brasileira foi afetada, é necessário analisarmos fatores econômicos pré-crise, por onde iniciaremos o capítulo. Posteriormente consideraremos os seus efeitos sobre os principais indicadores como desemprego, PIB e as medidas utilizadas pelo governo para conter o efeitos negativos no caso nacional. Seguiremos discutindo sobre as consequências no mercado acionário, e concluiremos o para que possamos entender os fatores responsáveis pela propagação da crise pelo Brasil que será apresentado no capítulo 3.

II.1 O período pré –crise

De acordo com Prates, Cunha e Lélis (2011), com a relação de interdependência entre as economias mundiais, a crise financeira de 2007 se converteu em um fenômeno sistêmico, afetando inclusive países com economias consideradas saudáveis. Sua transmissão teve início nos primeiros meses em países desenvolvidos, alcançando em 2008, principalmente após a queda do Lehman Brothers e interrupção dos créditos externos, países emergentes como o Brasil.

A conjuntura brasileira a partir dos anos 2003, foi marcada pelo crescimento do PIB de em média 3,93% ao ano e melhoria dos indicadores sociais fomentados a partir do desenvolvimento da atividade interna e das influências positivas do mercado nacional, como o crescimento das economias asiáticas (principalmente a chinesa). (RAMOS, 2014)

No início do ano de 2003, com cenário de menor volatilidade política e econômica interna no novo governo Lula e melhoras das contas externas, os bancos iniciaram uma expansão de crédito no setor privado, com vias aos grandes ganhos em potencial de crédito a pessoas físicas. (FREITAS, 2009)

Diante das expectativas positivas em um contexto de recuperação do emprego e da renda iniciados com o então governo, setor de crédito pessoal passa a ser considerado como uma oportunidade de maior rentabilidade aos bancos, uma vez que esse apresenta operações mais rentáveis, dado a possibilidade de taxas de juros mais elevadas e menor complexidade a liberação de crédito. A oportunidade da maior rentabilidade dos bancos com a necessidade de compra de bens duráveis, aliados as expectativas positivas resultou em aumento das operações de crédito de 2003 que se manteve até 2007. (FREITAS, 2009)

De acordo com Freitas (2009), a disposição das famílias a consumir, mesmo com o alto nível de taxa de juros nominais, foi estimulada principalmente por dois fatores: A modalidade de crédito consignado e pelo alongamento do prazo de empréstimos. O crédito consignado como a modalidade de crédito de menor custo, e o alongamento dos empréstimos ao consumidor de em média maior de 180 dias utilizado por bancos e redes de lojas varejistas, auxiliando na redução do valor das parcelas desde janeiro de 2004 a dezembro de 2008.

“Após 2005 a renda familiar média começa a crescer devido a salários reais médios mais altos e o crescimento mais rápido da economia e aumento dos empregos formais, e o salário mínimo real cresce de maneira ainda mais

rápida, com crescimento também da parcela salarial na renda.” (SERRANO E SUMMA, 2011, pág. 14)

De acordo com Serrano e Summa (2011), o Brasil apresentou no período pré-crise inflação de custos, relacionado principalmente a taxa de câmbio. Com a apreciação do real entre os anos 2005 a 2007, esse período apresentou inflação dentro da meta, reduzindo o aumento dos preços. Essa melhora nos preços e salários, e a trajetória de queda das taxas de juros reais permitiram um maior poder de compra e redução da pobreza. Assim, “a demanda agregada aumenta quando a taxa de câmbio se aprecia” (SERRANO E SUMMA, 2011, pág. 10).

“A melhora nas condições externas após 2003, em termos tanto de fluxos comerciais quanto de capitais veio juntamente com uma taxa de juros muito menor nos EUA e spreads significativamente menores para os “mercados emergentes” em geral, e também para o Brasil. Dessa maneira, podemos verificar que um diferencial de juros extremamente alto foi mantido mesmo com a queda regressiva da taxa real de juros ao longo do tempo, especialmente após 2006. (SERRANO E SUMMA, 2011, pág.12).

Em meio ao aquecimento da economia nos anos de 2003 a 2007, com sinais positivos dados pelo mercado interno, as instituições bancárias ampliaram crédito, sobretudo em relação ao capital de giro e ao crédito ao consumidor. Como efeitos dessa conjuntura, foram implementadas duas medidas com o propósito de controlar a inflação pela via de encarecimento dos custos de captação das empresas: A primeira medida fora a ampliação da Selic meta a partir de abril de 2008 e a segunda a instituição do recolhimento do compulsório sobre os depósitos bancários das empresas de leasing.(FREITAS, 2009)

De acordo com Ramos (2014), o investimento privado e o aquecimento da demanda interna foram incentivados através de políticas de redistribuição de renda, elevação do salário mínimo, ampliação nas concessões de crédito assim como “aumento do investimento em infraestrutura, com programas como o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento); articulação pró - crescimento do Ministério da Fazenda, BNDES e Secretaria de Assuntos Estratégico” (RAMOS, 2014, pág. 61)

“Estas medidas, associadas a um panorama de alta liquidez externa até 2007e aumento expressivos nos preços das commodities levaram a importantes resultados para o país, como: crescimento da renda e do investimento; queda da desigualdade social e da pobreza; melhorias no mercado de trabalho, diminuição do quadro de vulnerabilidade externa, acréscimo das reservas internacionais e diminuição recorrente da taxa de juros, a partir de 2005. Também refletiram-se em uma maior disponibilidade de financiamento externo, expansão dos

fluxos de comércio e melhora nos termos de troca.” (RAMOS, 2014, pág. 62)

A partir dos anos 2003/2004, as empresas inseridas em um cenário de estabilidade econômica tanto internamente quanto externamente promoveram readequação das unidades produtivas, construindo, desenvolvendo e internacionalizando seus parques industriais. Com o real valorizado, incentivos do BNDES e criação de linhas de crédito especiais, essas aumentaram a capacidade produtiva, sofisticando os modelos e estratégias de gestão, dobrando de 2004 a 2007 as fusões e aquisições. Pequenas e médias empresas, principalmente de recurso naturais, serviços e relacionadas a produtivos internacionalizaram-se, diversificaram investimentos financeiros e estruturas patrimoniais. (RAMOS, 2014).

O mercado financeiro também passava uma fase de reestruturação positiva. Prates e Farhi(2009) identificam mudanças regulatórias a partir do ano 2000 que impulsionaram o desenvolvimento dos mercados nacionais. Dentre essas, duas resoluções foram aprovadas em 2007 (resolução 3.452 do CMN de 26 de abril de 2007 e Resolução 3.456 de 30 de maio de 2007), que possibilitaram a ampliação das carteiras dos fundos de investimento e multimercado em ativos no exterior e alteraram as regras dos fundos de pensão, ampliando limites e recursos em operações de maior risco. Para Ferraz (2013), além das mudanças na regulamentação, destaca-se para o desenvolvimento da bolsa de valores brasileira a elevação dos preços das *commodities*⁶ a partir do ano de 2003. Como uma parcela relevante das exportações brasileiras baseada em *commodities*, e empresas com peso histórico no índice IBOVESPA como Petrobrás e Vale estão diretamente relacionadas com esta, a valorização das mesmas fomentou a alta dos preços do mercado acionário nacional, atraindo players institucionais para esse mercado.

Com maiores incentivos regulatórios e em um contexto de equilíbrio macroeconômico, delineou-se a partir de 2006 uma trajetória de crescimento no mercado acionário, com a entrada total de 59 novas empresas entre o ano de 2005 e 2008 na Bovespa. Marcando o ano de 2007 com a capitalização de R\$ 65,5 bilhões de emissões entre IPO's⁷eFollow-On, número recorde até o ano de 2014. (Gráfico 5)(RAMOS, 2014)

⁶Ferraz (2013) apresenta três motivos principais para o aumento das cotações das commodities a partir de 2003: o primeiro foi a maior liquidez internacional, que possibilitou o aquecimento dos preços. O segundo deve-se ao desenvolvimento dos países em emergentes e subdesenvolvidos(e seu comércio exterior), principalmente da economia chinesa e terceiro foi a baixa ofertas global em contrapartida com o aumento de demanda mundial.

⁷ “Quando uma empresa faz sua primeira oferta pública de ações, essa operação recebe o nome de IPO (InitialPublicOffer). Mas se ela já tem o capital aberto e já realizou IPO, as novas ofertas são denominadas

Gráficos 5 - Número de empresas brasileiras com o capital aberto entre 2003 e 2008



Fonte: RAMOS, 2014 , pág. 69

Em meio a esse boom, clientes institucionais passaram a ganhar mais espaço no mercado de capitais, chegando a representar 28,6% dos recursos dos fundos de pensão no ano de 2012. Essa atuação mais significativa sinalizou transformações na estrutura patrimonial e gestão das empresas nacionais (RAMOS, 2014)

O Brasil passa a tornar-se mais atraente para capitais especulativos⁸ entre os anos de 2003-2008, devido elevada taxa de juros nacional, melhoria das variáveis macroeconômicas em um âmbito de ampla liquidez internacional. (RAMOS, 2014)

Entre 2004 e meados de 2007, o choque de juros promovido pelo BCB (que durou de entre setembro de 2004 a setembro de 2005) seguido por reduções em doses homeopáticas da taxa Selic, num contexto de alta liquidez internacional e forte queda dos riscos país e cambial, suscitou generalizadas expectativas de apreciação da taxa de câmbio do real. Essas expectativas resultaram em tomadas de posições de diversos agentes: aplicações externas em títulos de renda fixa denominados em reais no mercado internacional e no doméstico, ampliação das apostas de valorização do real e de queda da taxa de juros básica da economia por parte dos investidores estrangeiros e de empresas nacionais, notadamente exportadoras(PRATES e FAHI, 2009, pág. 18)

Nesse período configurou-se uma sucessiva valorização do câmbio saindo de R\$ 3,70 em dezembro de 2002 a R\$1,57 setembro de 2008, na qual as operações comerciais e as interbancárias foram decisivas para essa precificação.

subsequentes (follow-on).”http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/empresas/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/ - acesso dia 04 de outubro de 2016

⁸ “Por sua vez, a especulação pode ser vista como “as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato”.” (RAMOS, 2014,pág. 72)

“Quanto ao saldo do movimento do câmbio, observa-se que desde meados de 2005 começou a ter uma tendência crescente, em torno de US\$ 5 milhões e atingiu, em junho de 2007, o seu auge: US\$16.560, 97 milhões. Em relação ao volume de operações no mercado de câmbio brasileiro, no primeiro semestre de 2003 eram negociados, ao mês, uma média de R\$1.895 milhões, e no último mês de 2008, já eram negociados R\$7.251 milhões, segundo dados do Banco Central.”(RAMOS, 2014, pág.73)

Assim, de acordo com Lima e Deus (2013) e Prates e Farhi (2009), na crise financeira a taxa de câmbio nacional manteve seu curso valorizando entre julho de 2007 e julho de 2008 em 17%. A trajetória de valorização da taxa de câmbio perante as outras divisas deu-se principalmente pela forte alta dos preços das commodities, aliada a elevada taxa de juros básica brasileira e a elevação da classificação dada em 30 de abril de “grau de investimento” pela agência de rating Standard & Poors (S&P), confirmada pela Fitch, no dia 29 de maio de 2008.

Para Lima e Deus (2013), a transmissão da crise na economia brasileira ocorreu em um período de profusão econômica nacional, com virtuosos indicadores macroeconômicos no período de 2004 a 2008. O expressivo aumento de 44,8% de investimento e 21,5% em consumo, em um cenário de abundância dos fluxos de capitais, e de resultados positivos nas transações comerciais e correntes do país, em um contexto de liquidez internacional.

As economias periféricas tornam mais suscetíveis às flutuações em relação aos países centrais devido a seus atributos sociais, políticos e econômicos particulares, e mesmo problemas intrínsecos da dinâmica brasileira⁹, o Brasil enfrentou a crise em uma conjuntura mais branda, assim como pode ser visto na tabela 2. (RAMOS, 2014)

⁹“Dentre os elementos que aprofundam as incertezas domésticas citam-se questões relacionadas à ausência e/ou à ineficiência dos canais de financiamento de longo prazo, à baixa geração e disseminação de inovações e progresso técnico, aos perfis típicos de distribuição e criação de renda e emprego, e à assimetria no grau de autonomia da política econômica. Tavares (1974) enumera problemas enraizados na dinâmica brasileira, tais como: a desproporção micro-macro oriunda do transplante de setores modernos em economias atrasadas, os problemas associados aos padrões de produção e consumo liderados pelas grandes multinacionais e as perturbações referentes à segmentação e à marginalização dos mercados de trabalhos urbanos. Verifica-se também uma conjunção de especialização da pauta de exportação, centrada em produtos primários e com baixa elasticidade renda, e uma pauta importadora que é estruturalmente deficitária em produtos de alto valor agregado e elevado conteúdo tecnológico (Prates, 1997; Andrade,Prates,2012)”.(RAMOS, 2014, pág. 43)

Tabela 2 - Variáveis macroeconômicas brasileiras entre 2003 e 2008.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Crescimento do PIB	2,7%	1,1%	5,7%	2,9%	3,7%	5,4%	5,2%
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	2,93	3,07	2,93	2,43	2,18	1,95	1,71
IPCA	12,5%	9,0%	7,4%	5,6%	3,1%	4,5%	6,0%
SELIC (média do ano)	24,90%	16,33%	17,74%	18,05%	13,18%	11,18%	13,66%
Taxa de investimento nominal (Em % do PIB)	16,42%	15,03%	16%	16,07%	16,55%	17,31%	18,71%
Reservas Internacionais (Valores do final do ano, em milhões de reais)	39.594	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	206.806
Dívida líquida do setor público (em % do PIB)	60,38%	54,83%	50,61%	48,44%	47,27%	45,53%	38,53%

Fonte: Ramos, 2014, pág. 62

Na tabela acima se pode verificar os principais indicadores nacionais de 2002 até a crise do subprime. Deve ser ressaltado evolução das reservas internacionais de 2002 a 2008, de R\$39.594 milhões para 206.806 milhões e redução da dívida publicade 60,38% do PIB em 2002 para 38,53% em 2008. (RAMOS, 2014)

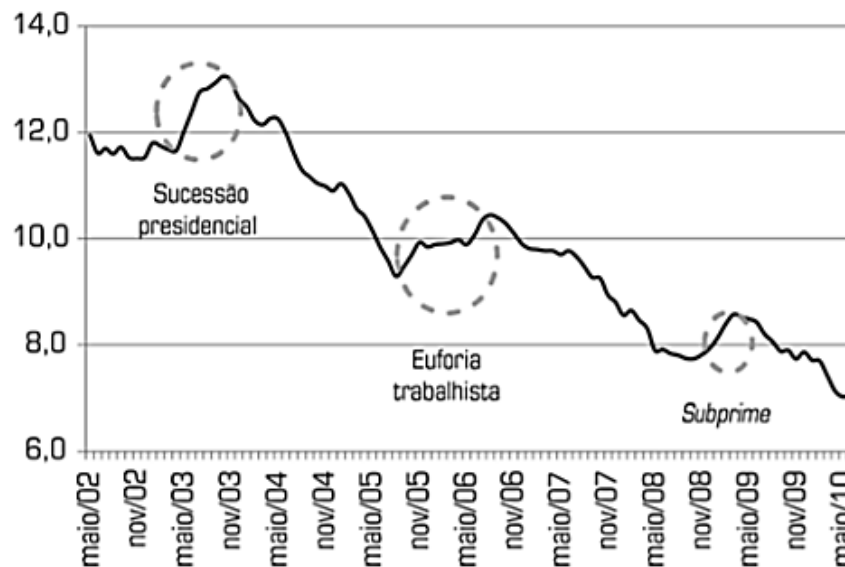
II.2 Efeitos na economia real : PIB e Desemprego

De acordo com Ferreira da Silva e Fonseca Neto (2014), assim como as principais economias mundiais, o Brasil apresentava baixos níveis de desemprego no período pré-crise, alcançando no terceiro trimestre de 2008 o menor nível de desemprego desde março de 2002. Embora as considerações do International Labour Office (2010) apresentem os efeitos da crise do *subprime* no desemprego no país de leve a moderado, esta mostra-se mais severa que as fases de desemprego verificadas entre 2002 (incertezas na transição do governo FHC para governo Lula) e 2010 (aumento da oferta de trabalho), com queda nas condições do mercado de trabalho a partir do quarto trimestre de 2008.

“Na sucessão presidencial e na fase de euforia trabalhista, o desemprego se elevou porque o aumento da demanda por mão de obra foi insuficiente para fazer frente ao aumento da oferta, enquanto, na crise do subprime, a demanda por mão de obra efetivamente se reduziu. Em síntese, comparando os períodos de aumento do desemprego, pode-se concluir que a crise do subprime foi a mais severa no que se refere à demanda por mão de obra e que o aumento do desemprego – aparentemente pequeno em relação aos outros períodos – só não foi maior porque a desaceleração da oferta de mão de obra foi mais acentuada.” (FERREIRA DA SILVA E FONSECA NETO, 2014, pg. 273

O gráfico 6 apresenta os níveis da taxa de desemprego da economia brasileira no período maio/2002 a maio/2010.

Gráficos 6 - Taxa de desemprego %



Fonte: Ferreira da Silva e Fonseca Neto (2014), pg. 269

A tabela 3 apresenta as características das fases mais agudas de desemprego no Brasil até 2010.

Tabela 3 - Fase de aumento de Desemprego

	Sucessão presidencial	Euforia trabalhista	Crise do subprime
Início do período	maio/03	set/05	nov/08
Final do período	out/03	ago/06	mar/09
Duração em meses	6	12	5
Desemprego no início (%)	11,7	9,3	7,7
Desemprego no final (%)	13,1	10,4	8,6
Varição (p.p.)	1,4	1,2	0,8

Fonte: Ferreira da Silva e Fonseca Neto (2014), pg. 269

Ainda de acordo com os mesmos autores, no período entre setembro de 2008 e julho de 2009, as demissões atingiram todos os níveis de escolaridade. No entanto, a parcela da população menos escolarizada absorveu de forma mais intensa os impactos negativos da crise apresentando maior desemprego, principalmente na indústria com aumento em mais de 10% nas atividades de fabricação de equipamentos, produtos de metal e metalurgia básica.

Segundo Lima e Deus (2013), as variações do PIB refletiram diretamente nos índices de desemprego, com uma reversão apontada por Singer (2009) de menos 143.859 postos de trabalho em outubro de 2008 do que outubro de 2007, como reflexo da queda de 3,6% do PIB entre outubro e dezembro 2008.

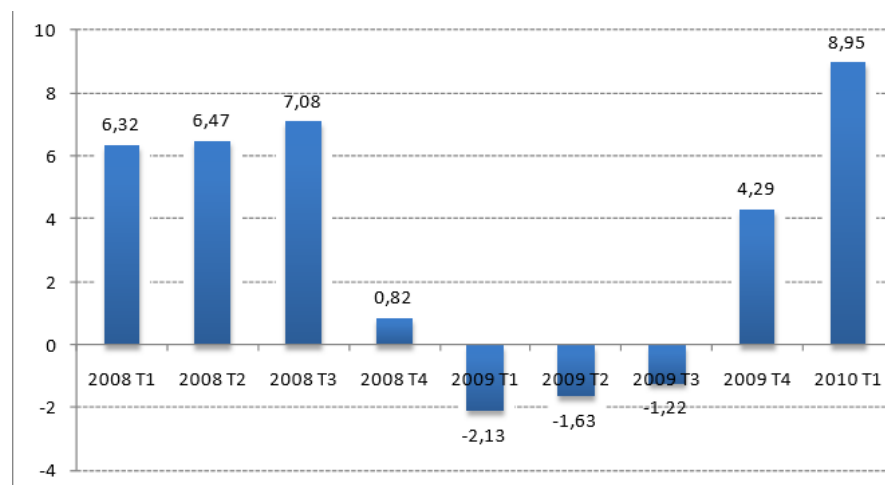
Em concordância com Lima e Deus (2013) e Singer (2009), Silva e Fonseca Neto (2014, pág.267) comentam sobre o desempenho do PIB:

“O crescimento do PIB, de 1,6% assinalado no terceiro trimestre de 2008 em relação ao trimestre anterior, foi sucedido por recuos de 3,9% e 1,6%. No terceiro trimestre de 2009, houve crescimento de 1,5%, acelerando-se nos períodos subsequentes. O INEF(Índice do Nível de Emprego Formal) nacional, de maneira geral, acompanhou a tendência do PIB, desacelerando-se na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2008, de 1,8% para 0,5%. O primeiro trimestre de 2009 representou a fase mais aguda dos efeitos da crise sobre o mercado formal, com demissões líquidas de 0,6% do total de empregados.”(SILVA E FONSCECA NETO, 2014, pág. 267)

Ainda que alguns autores como Moretto e Proni (2011)¹⁰ relacionem os impactos mais brandos da crise no Brasil às políticas monetárias, fiscais exercidas pelo governo, além da manutenção da demanda pelo consumo, Silva e Fonseca Neto (2014) apontam que o aumento do desemprego de 8,6% em cinco meses não foi maior, pela redução da busca por postos de trabalho pela população economicamente ativa feminina, que desacelerou o crescimento da oferta de emprego. Os autores concluem que houve aguda redução líquida nos postos de trabalho principalmente nos setores de metalurgia básica com aumento de 18,7% do desemprego, produtos de metal com redução de 14,8% e no campo de fabricação de equipamentos médico-hospitalares e automação industrial com queda de 12,4%.

Nozaki (2011) identifica que após o terceiro trimestre de 2008 o PIB nacional despenca mais de 6% chegando a percentuais negativos no primeiro trimestre de 2009 (gráfico 7), apresentando rápida retomada já no último trimestre de 2009. Essa reversão do PIB é acompanhada pela substancial queda do desemprego nas regiões metropolitanas entre o segundo semestre de 2009, e o início do ano seguinte.

Gráficos 7- Evolução Trimestral do PIB Brasileiro 2008-2010(em % a.a.)



Fonte :Nozaki, 2011, pg.44

A volta do crescimento a níveis superiores do PIB a níveis pré-crise, alcança de 4,3% no quarto trimestre de 2009 a 9% no primeiro de 2010, fruto do sucesso das medidas tomadas pelo governo brasileiro, assim como do padrão de desenvolvimento tomado desde 2004 e a retomada do crescimento externo. (NOZAKI, 2011)

¹⁰ - Lido no texto de Silva e Fonseca Neto (2014).

II.3 Medidas Governamentais

Segundo D'Agostini (2008) o Banco Central do Brasil e o ministério da fazenda a fim de preservar o consumo das famílias e do Estado ante os resultados desfavoráveis da queda de demanda externa e investimentos, promovem medidas fiscais e monetárias dentre as quais podemos destacar a expansão do uso dos recursos do BNDES, operação com derivativos (swaps cambiais), alteração das medidas do depósito compulsório, utilização do capital de giro para construção civil e setor automobilístico, adiantamentos de recursos à safra agrícola, e utilização de reservas internacionais, como medidas com a finalidade de gerar mais liquidez em moeda local e exterior.

Para manter o dinamismo dos principais setores nacionais, foram aplicadas medidas monetárias direcionadas para o setor agropecuário, de construção civil e o automobilístico. (NOZAKI, 2011)

Lima e Deus (2013) apontam na metade de 2008, decadência na produção de insumos de construção civil, nas vendas de automóveis, autopeças nacionais, móveis e eletrodomésticos. De acordo com D'Agostini (2008) e Lima e Deus (2013), para conter essa queda, além de elevar o crédito para tais setores, no ramo da construção civil foram abertos pela Caixa Econômica linha de capital de giro de R\$ 3 bilhões, e licença para empregar até 5%, nas operações de capital de giro, com a orientação de empréstimo de moradia pelo SBPE de no máximo de 65% dos depósitos de poupança, elevando a disponibilidade de crédito para a compra de materiais de construção. Já no setor automobilístico, o Banco do Brasil sinaliza a ampliação do crédito no volume de R\$ 4 bilhões, eliminando também impostos de automóveis com motor 1.0 e motocicletas, motonetas e ciclomotores (sendo estes o Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI) e o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) respectivamente). Para o ao setor de móveis e eletrodomésticos, Lima e Deus (2013) indicam como principais medidas governamentais a retomada do crescimento, o aumento de crédito para aproximadamente R\$ 2 bilhões, além da moderação do IPI dos produtos de linha branca. Para incentivar emprego e o investimentos a tais setores, e da mesma maneira reprimir a queda do consumo, foram extintas cobranças destes setores equivalente a pouco menos de 0,3% ponto percentual do PIB. Mesmo com o baixo percentual de desonerações, “eles se mostraram importantes incentivos para a manutenção e ampliação do consumo, mas também serviram como estímulos para o investimento privado que sem eles poderia ter se desacelerado em maior velocidade”.(NOZAKI, 2011, pág, 52)

Como resultado da restrição de liquidez internacional e dos altos parâmetros da taxa SELIC meta no segundo semestre de 2008, os pequenos e médios bancos tornaram-se vulneráveis com os altos custos de captação. Freitas (2009) , Araújo e Gentil (2011) afirmam que estas pequenas e médias instituições praticaram modalidades de empréstimo de capital de giro menos custosas (em contrapartida menos seguras) como operações com derivativos de dólar. Para garantir a solidez do sistema bancário, o Banco do Brasil agiu em assistência a essas instituições reduzindo as taxas de juros de modalidades de crédito específicas, intensificando a compra de carteiras mesmas , alterando e facilitando regras do compulsório e operações de redesconto entre os meses de setembro a outubro de 2008 (NOZAKI 2011, D'AGOSTINI 2009 e LIMA e DEUS, 2013).

Com o objetivo de restaurar a liquidez em dólares do país, foram implementadas pelo Banco Central do Brasil e o Federal Reserve, linhas de swap cambial de US\$ 30 bilhões até o primeiro quadrimestre de 2009, utilização de “US\$ 5,8 bilhões em leilões de recompra; US\$1,6 bilhão com garantias em global bonds e US\$1,5 bilhão com garantias em ACC e ACE (Adiantamento de Contratos Cambiais/ Entregues).” (D'AGOSTINI, 2008 pág.41) Além da conta em dólar disponibilizada pelo Federal Reserve, Lima e Deus (2013) apontam que para reprimir a instabilidade da moeda nacional foram promovidas diminuição das alíquotas de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) nas operações cambiais, uso de venda de reservas internacionais no mercado a vista, assim como leilões de alienação de dólar com obrigação de recompra.

Com o direcionamento do governo aos bancos públicos como a Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES a ampliar a oferta de crédito. Prates (2011) e Lima e Deus (2013) destacam o trabalho destes ao prover liquidez ao mercado de créditos pessoal e interbancário brasileiro.

Segundo Freitas (2009), apenas após a implantação de políticas de criação de novas linhas de crédito principalmente do BNDES e Caixa Econômica Federal, e a garantia dos recibos de depósito bancário (RDB), através do fundo garantidor de crédito implantadas em março de 2009, foi acalmado o estreitamento de crédito no mercado. Deve ser ressaltado magnitude do BNDES pois, Nozaki (2011) pág. 52 aponta que durante o período de turbulência internacional “o apoio financeiro do BNDES foi bastante relevante para viabilizar a compra de empresas no exterior por parte de empresas brasileiras e para financiar fusões e aquisições entre empresas nacionais.”

A principal chave do governo brasileiro para atenuar a queda no crescimento e manter a de inflação dentro dos conformes estipulados pelo sistema de meta de inflação sem corte de gastos públicos foram a implantação de medidas fiscais com a moderação da meta de superávit primário para 2,5% do PIB de 2009 (ante a de 4,3%). De acordo com Nozaki (2011), a manutenção do consumo e contenção dos os efeitos restritivos da crise, especialmente nas classes sociais mais baixas, foram viabilizados em função da expansão de gastos sociais. Lima e Deus (2013) e Nozaki (2011), mesmo longe do ideal ,o aumento dos investimentos feitos em obras sociais, nos campos da energia, logística no Brasil representados pelos Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e no âmbito da Petrobras , implantados entre os anos 2007 e 2010, no segundo governo Lula auxiliaram a breve retomada do crescimento na economia já no ano de 2009.

De acordo com Araújo e Gentil (2011) pelo lado da demanda interna, as medidas de maior destaque foram o aumento do salário mínimo e do quadro de funcionários públicos. Segundo D'Agostini (2008), foram promovidas medidas facilitadoras, possibilitando protelar de cinco a dez dias as datas dos pagamentos, o IPI antes cobrado até o dia 15, passou para o dia 25, na mesma data de pagamento do PIS/COFINS (originalmente dia 20), e contribuição da previdência tal qual o IR retido na fonte passaram do dia 10 para o dia 20.

II.4 Mercado acionário

Com deflação de aproximadamente 59,96% em apenas cinco meses do principal índice de desempenho do mercado acionário do país, o IBOVESPA atingiu o patamar 29.435,11 pontos no dia 27 de outubro de 2008. A euforia que levara a seu ápice de 73.516,81 pontos em 20 de maio do mesmo ano, se dissipava com os efeitos da crise (gráfico 8) (PRATES E FARHI, 2009 e BLOOMBERG)

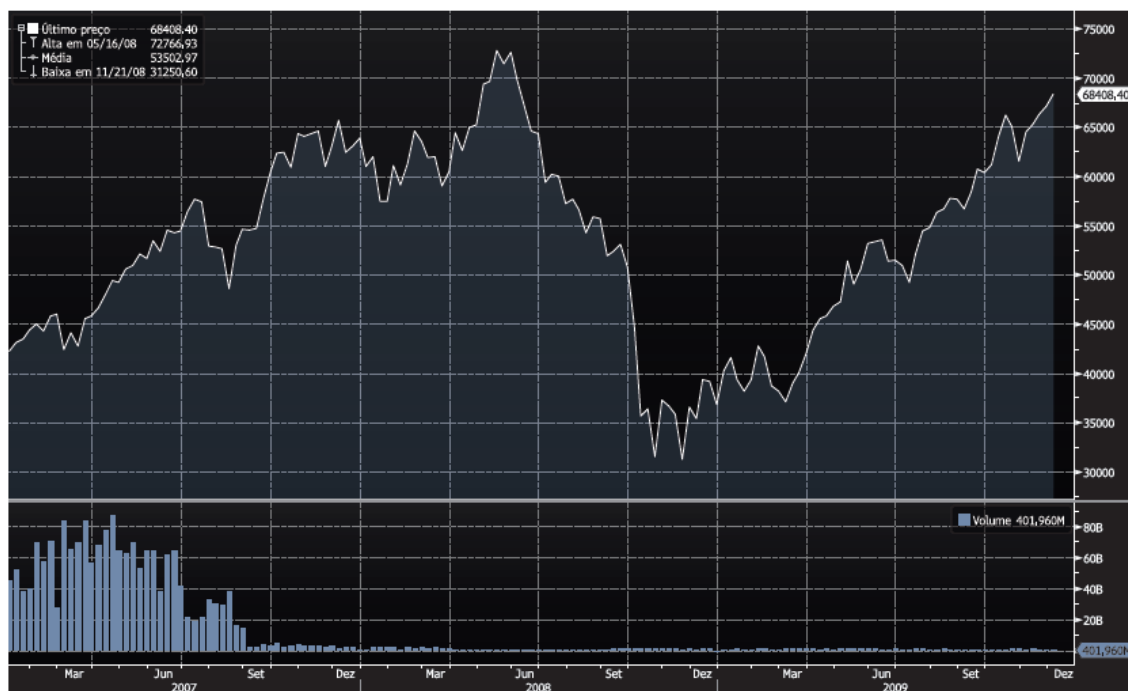
Essa queda pode ser entendida por quatro principais fatores, que serão detalhados no capítulo 3: A fuga de capitais, perdas das empresas nacionais com derivativos cambiais, queda no preço das *commodities*, e a retração dos investimentos em cenários negativos, como o da crise.

A crise do *subprime* gerou uma corrida de investidores internacionais, os quais em sua maioria buscavam retirar seus capitais de países emergentes. Mesmo que muito tenham

procurado canais de crédito interno devido a escassez de liquidez internacional, o Brasil sofreu fortes perdas no volume de operações da sua bolsa de valores. As empresas nacionais, que por sua vez, utilizavam derivativos cambiais como uma forma de captação de recursos menos custosos com os bancos e para fins especulativos, obtiveram grandes perdas com a brusca desvalorização do real. Muitas estavam fortemente alavancadas, como os principais casos da Sadia e Votorantim, que embolsaram prejuízos quase fatais. Nesse mesmo período ocorreu uma intensa queda no preço das *commodities*, o que teria comprometido algumas das empresas de maior peso na composição do índice IBOVESPA até os dias de hoje, tais quais Petrobrás e Vale. O quarto fator que levou a perda de capital foi a menor propensão a investir das companhias de capital aberto no cenário de turbulência internacional. Além do crédito mais caro, estas retraíram seus investimentos e tomaram menos empréstimos.

O gráfico a seguir apresenta a cotação do IBOV e seu volume no período 2007 a 2009:

Gráficos 8 - Mensal IBOV (2007 – 2009)



Fonte: Bloomberg - acesso dia 16 de Agosto de 2016

O Gráfico 9 é dividido em dois fragmentos. No fragmento superior pode-se verificar um gráfico mensal com as últimas cotações do IBOV de cada período entre os anos de 2007 a 2009. Nessa área pode-se observar a brusca queda entre maio e novembro de 2008, de quase 59,96% pontos. No fragmento inferior pode-se observar o volume de operações no período,

com perda substancial de operações quase um ano antes, em julho de 2007 que não se recuperou até os dias atuais. (Bloomberg, acesso dia 16 de Agosto de 2016)

II.5 Conclusão

De acordo com os autores apresentados podemos concluir que, com as relações econômicas mundiais cada vez mais desenvolvidas, e tendo sido iniciada em um dos centros financeiros globais, a crise do *subprime* contaminou até mesmo países com economias mais estáveis.

O Brasil, que vinha a partir 2003 apresentado fatores positivos como o crescimento do PIB de em média 3,93% ao ano, melhoria dos indicadores sociais, menor volatilidade política interna, melhoras das contas externas, além de expansão de crédito no setor privado. Nesse período foram feitas de políticas de redistribuição de renda, como elevação do salário mínimo que fomentaram o investimento privado e o aquecimento da demanda interna.

As empresas nacionais estavam readequando suas unidades produtivas, e o mercado financeiro passava por uma fase de reestruturação positiva com facilitações regulatórias e a alta no preço das commodities. Em meio à liquidez internacional da época, foram atraídos novos investidores de peso ao mercado acionário, em meio a uma sucessiva de apreciação do real desde o ano 2002 a setembro de 2008.

Assim, a crise financeira atingiu o Brasil em meio a expectativas positivas, o que possibilitou amenizar seus efeitos sobre o país.

Mesmo o desemprego tendo sido apontado por o International Labour Office (2010) como de leve a moderado, Ferreira da Silva e Fonseca Neto (2014) conseguem mostrar suas severas consequências sobre este, sendo um dos piores entre o período de 2002 a 2010. Vemos que o aumento no desemprego arrastou consigo uma queda no PIB de 6%, que chegou a percentuais negativos no primeiro trimestre de 2009.

A bolsa de valores nacional, BVMF&Bovespas, sofreu graves perdas de aproximadamente 59,96% no índice IBOVESPA, e corrida de investidores.

A partir da análise feita através desse capítulo, podemos concluir que os efeitos da crise sobre a economia brasileira foram brandos, apresentando uma rápida retomada dos principais

indicadores econômicos em 2009 com a volta do crescimento do PIB já no último trimestre de 2009 e do IPCA para 4,3% a.a naquele ano. Essa recuperação econômica deve ser entendida principalmente pelo cenário positivo que a economia brasileira se encontrava, sobretudo a partir de 2003 até 2007. A seguir, no capítulo 3, veremos os meios de transmissão da crise no país.

Capítulo III - As formas de contágio da crise no caso Brasileiro

Vimos no capítulo 2 que o Brasil apresentava uma economia pré-crise com elementos positivos, de maneira que seus efeitos sobre o país podem ser considerados brandos, resultando em uma retomada já em 2009.

Para compreendermos porque esses efeitos ocorreram vamos analisar neste capítulo os meios de transmissão da crise no país. Em seguida especificaremos os elementos mais relevantes para o contágio desta , como a escassez de crédito, a volatilidade cambial e a utilização de derivativos pelas empresas nacionais.

III.1 Os canais de transmissão

Segundo Araújo e Gentil(2011), a disseminação da crise financeira pelo Brasil ocorreu principalmente pelos seguintes fatores: desgaste das contas externas, o sistema financeiro e expectativa dos agentes.

“Esta crise apresentou características peculiares: a sua origem está no centro do maior sistema econômico mundial e os principais países impactados foram os desenvolvidos. As nações ditas emergentes, que eram tradicionalmente as mais afetadas pelos ciclos recessivos, dessa vez, em um primeiro momento, pareciam imunes. Porém, devido às múltiplas relações de interdependência entre esses dois grupos de países (desenvolvidos e subdesenvolvidos), estes acabaram atingidos por esse ciclo vicioso.”(RAMOS, 2014, pág.69)

O primeiro fator, deterioração das contas externas, pode ser entendido como resultado da desvalorização cambial e da balança comercial mais fraca em função da queda das exportações, desaceleração da economia mais avançadas, dos preços das *commodities* minerais e agropecuárias desvalorizadas no curto prazo. Ainda deve ser pontuado um movimento de fuga de capitais, no qual especuladores e empresas transnacionais buscavam repatriação dos lucros através de remessas destas as suas matrizes, a queda dos investimentos

diretos estrangeiros em um ambiente global de contração de liquidez. (ARAÚJO E GENTIL, 2011)

O segundo e terceiro canal de transmissão da crise apresentaram impactos indiretos sobre as contas externas. A segunda forma de propagação da crise, o comportamento do sistema financeiro, apresentava risco não apenas pela absorção das perdas por operações externas, como por características de investimentos intrínsecas do próprio sistema nacional. As estruturas de risco bancos brasileiros, principalmente dos pequenos e médios, mesmo não se envolvendo com ativos *subprime* deteriorados, captavam recursos e operações a partir de CDB (Certificados de Depósito Bancário) e de derivativos cambiais de alto risco. Assim como esses, os bancos estrangeiros com filial no Brasil procuravam cobrir as perdas financeiras de suas matrizes com uma nova alocação de portfólio de acordo com a dinâmica financeira interna, que também os proporcionava risco. Dessa forma, tornava-se muitas vezes mais interessante para os players de mercado operações com derivativos e renda fixa, do que tomar crédito para fazer novos investimentos diante ao clima econômico recessivo e em grande parte com fluxos de caixa duvidosos, o que proporcionou graves perdas de mercado assim como escassez de liquidez. (ARAÚJO E GENTIL, 2011).

O terceiro canal de transmissão da crise, desconfiança com solidez do sistema financeiro, difundia incerteza no mercado, principalmente via setor bancário. Para os autores citados, este foi feito através de medidas conservadoras e de excessiva aversão ao risco, fazendo que setor privado contraísse e concentrasse crédito desencadeando uma forte desaceleração já no último trimestre de 2008. Por outro lado, como o principal interesse de empresas e bancos privados são os retornos financeiros, essa escassez de liquidez e concentração de crédito pode ser entendida não apenas como uma medida preventiva dos bancos contra perdas, mas por estes enxergarem demais opções de operações mais condizentes com seus interesses naquele momento. O exagerado receio dos bancos privados considerados pelos autores ou por outro lado, a viabilidade de maiores ganhos por outras operações que não via concessão de empréstimo a companhias em um contexto financeiro duvidoso, juntamente com o temor das próprias empresas em aumentar suas dívidas em um cenário desfavorável, levou a estas corporações repensarem seus planos de produção pré-crise, onde crédito bancário era indispensável. (ARAÚJO E GENTIL, 2011, PRATES, LELIS E CUNHA, 2011 e LIMA E DEUS, 2013)

Marcado pela redução da liquidez internacional, interrupção de linhas externas de crédito no mercado doméstico, a contração da liquidez dos bancos privados, fuga de investimentos estrangeiros nos mercados primário e secundário, redução da demanda interna e a crescente expectativa de inflação (LIMA E DEUS, 2013 e D'AGOSTINI, 2008) o quarto trimestre de 2008 apresenta o início do que se desencadearia em forte e rápida retração da atividade econômica, com queda de 2,9% do PIB em comparação com o terceiro trimestre, retomando as trajetórias recuperação apenas no ano seguinte. (ARAÚJO E GENTIL, 2011)

“A capacidade instalada na indústria de transformação declinou de 84% em setembro de 2008 para 76% em janeiro de 2009 – uma queda de quase 10%. Os impactos da crise também foram sentidos no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego aberto tendo alcançado 9% em março de 2009. Contrariando as expectativas, os sinais de recuperação da economia brasileira não tardaram a aparecer. O PIB, que no primeiro trimestre de 2009 ainda registrou queda com relação ao trimestre anterior (-0,9%), retomou a sua trajetória de crescimento já no trimestre seguinte (1,1% e 1,2%, respectivamente no segundo e terceiro trimestres).” (ARAÚJO e GENTIL, 2011, pág.11)

III.2 A escassez de crédito

Para Freitas (2009), embora as autoridades monetárias busquem através de regulamentação a estabilidade do sistema financeiro, os bancos podem ampliar ou dificultar as condições de liquidez econômica conforme suas estratégias e expectativas, independente das diretrizes das autoridades monetárias, como o Banco Central. Como um complemento ao pensamento de Freitas, entende-se também que os clientes de tais bancos podem corresponder a esses estímulos ou não.

Em um âmbito de economia em crescimento, a expansão da liquidez pode ser dada através da criação de novos instrumentos financeiros e concessão de crédito, assim como na circunstância um processo concorrencial acirrado, a expansão do endividamento pode incorrer através das exigências baixas garantias, de tal forma que os devedores podem pagar suas dívidas pela emissão de novos débitos. (FEITAS, 2009)

Pelo contrário, no momento de deterioração da economia, a contração do crédito bancário pode ser feita através da inibição das linhas de prazo, ampliação das exigências e elevação dos juros. Os bancos podem assim promover a escassez de liquidez no sistema financeiro, ao utilizar suas reservas para transações financeiras sem impacto na renda monetária. Em um

cenário de expectativas negativas podem contribuir diretamente para fragilidade financeira de clientes e de pequenos bancos, comprometendo o crescimento econômico e desencadeando a contração da produção e dos investimentos de um país. Assim como as famílias e empresas podem procurar novas linhas de crédito e empréstimos, ou abster-se destas. (FEITAS, 2009)

Como consequência do aumento da meta Selic a partir de abril de 2008 em circunstâncias de deterioração da crise internacional e aversão ao risco, os portfólios dos grandes bancos foram relocados para títulos públicos. Esse movimento não apenas provocou a elevação do custo de captação e concorrência dos pequenos e médios bancos como também pressão altista sobre as demais formas de captação de empresas não financeiras, tal como debêntures e notas promissórias.(FEITAS, 2009)

A busca por alternativas ao encarecimento do custo de crédito resultou na introdução de inovações financeiras de alto risco a partir de derivativos lastreados em juros interbancários e dólar no mercado financeiro e de balcão. Essas inovações em um contexto de acirramento da aversão de risco após a falência do Lehman Brother, cuja resposta dos mercados financeiros internacionais foi à expressiva fuga de capitais, escassez das linhas de créditos internacionais, desvalorização de moeda e desalavancagem das operações desencadeou em uma rápida redução de liquidez.(FEITAS, 2009)

Ainda de acordo com Freitas 2009, o setor automobilístico foi afetado duplamente pela escassez de crédito: Pela ótica da oferta com a redução de linhas de crédito das montadoras e pela demanda com a redução dos consórcios para os clientes. Os grandes bancos privados também enfrentaram elevadas pressões:

“Com a saúde financeira sob suspeita, o Unibanco se viu obrigado a antecipar a divulgação dos resultados do terceiro trimestre e lançar um grande programa de recompra dos seus papéis (Adachi&Balarin, 2008). De acordo com rumores que circulavam no mercado financeiro à época, a fusão Itaú-Unibanco teria ocorrido em razão das dificuldades de caixa dessas instituições.

O aperto de liquidez atingiu igualmente o Banco Votorantim, nono maior banco no ranking por ativo e líder no financiamento de veículos usados, afetado pelos rumores sobre sua saúde financeira em razão das perdas de 2,2 bilhões de reais de empresas do Grupo Votorantim com as operações de derivativos de câmbio.” (Freitas 2009 , pg 133 e 134)

Contraditoriamente com a paralisia dos mercados internacionais de crédito, e por razões contratuais, os bancos concederam e ampliaram empréstimos para empresas com grandiosas perdas com derivativo associados a opções e swaps de dólar, além de cederem à demanda de

crédito de grandes empresas. Esse foi o caso da estatal Petrobrás que arrecadou até R\$8 bilhões em novos empréstimos em 2008. (FREITAS, 2008)

“Mesmo no contexto de agravamento da crise internacional e de deterioração das condições de crédito no mercado doméstico, contudo, os empréstimos para capital de giro continuaram crescendo, com variação de 12,3% entre setembro e dezembro.” (FREITAS, 2009, pág. 133)

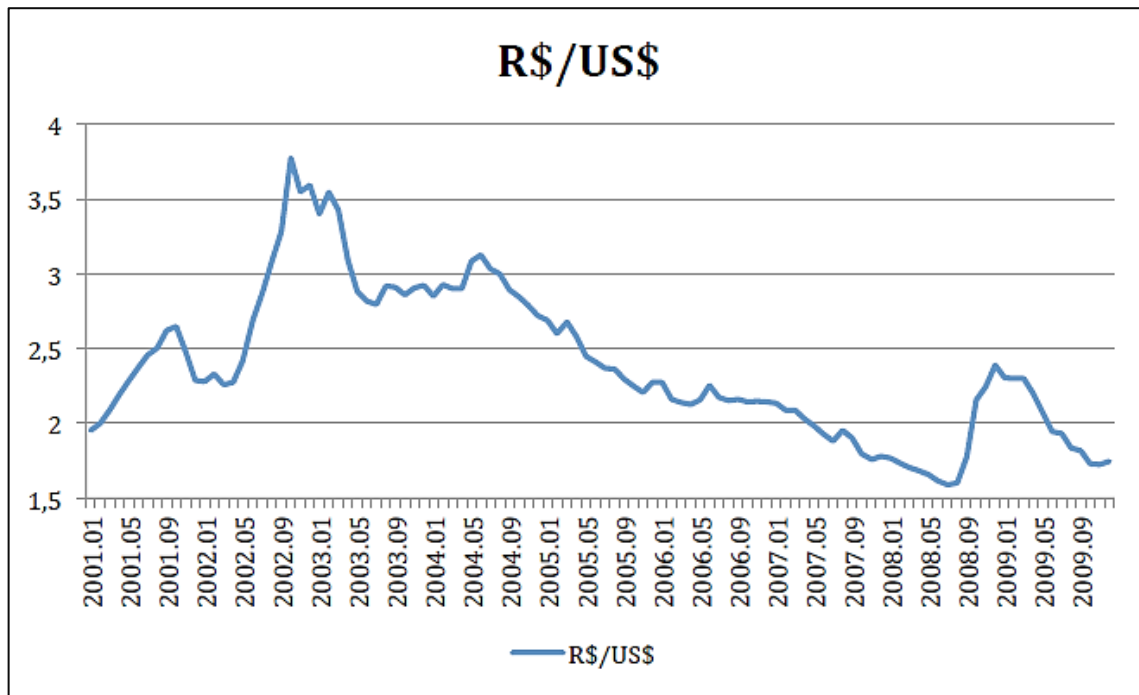
Para tentar revigorar a economia em um ambiente de incerteza forma impostos pelo governo em 2008 medidas de flexibilização creditícias. Embora os bancos públicos como a Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES tenham ampliado a suas ofertas de crédito, as empresas privadas optavam por operações menos arriscadas como a compra de títulos públicos, retraindo seus empréstimos. (NOZAKI2011).

“No início da crise o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total, em fevereiro de 2010 esse número atingia a casa de 41%, precisamente em um cenário em que os bancos privados desaceleravam e contraíam os seus financiamentos. Também em função dessa forte atuação dos bancos, as operações de crédito em relação ao PIB cresceram de forma muito acelerada entre dezembro de 2008 e junho de 2010. Enquanto no primeiro período as operações de crédito representavam 40,8% do PIB, no segundo, esse percentual saltou para 45,7% por causa do crédito das instituições públicas que se expandiram, nesse ínterim, de 14,8% do PIB para 19,8% do PIB “ (NOZAKI, 2011, pág. 53)

III.3 A volatilidade cambial, empresas nacionais e derivativos cambiais

Segundo Lima e Deus (2013), o Banco Central do Brasil possui desde 2005 a estratégia de amenizar a volatilidade dos fluxos de capitais atuando como principal comprador do excesso de divisas a fim de criar um “colchão de segurança” em moeda estrangeira. Mesmo com essa estratégia, ocorre de 15 de setembro até 15 de outubro de 2008 reversão de 22,7% da moeda brasileira, frente à mudança da percepção de risco dos mercados financeiros globais (gráfico 9).

Gráficos 9 - Evolução da Taxa de Câmbio R\$/US\$



Fonte: Ferraz, 2013, pág 33

Com reservas em um nível elevado, por volta de R\$ 250 bilhões e com uma dívida pública não indexada a moeda estrangeira a economia brasileira não sentiu em um primeiro momento a fuga de capitais ou o efeito de tal movimento. (FERRAZ, 2013)

A falência do Lehman Brothers em meados de setembro 2008, seguida pela depreciação dos preços das *commodities*, gerou rápida deterioração cambial. Essa suscitou em grave desaceleração econômica, provocando movimentos de fuga de capitais, além de perdas no setor produtivo, principalmente em relação ao setor exportador, construção civil, automóveis, agricultura e de móveis e eletrodomésticos. (LIMA E DEUS, 2013 e PRATES E FARHI, 2009).

“O alastramento da incerteza e desconfiança dos agentes no último trimestre de 2008 interrompeu o ciclo de expansão que ocorria desde 2003. Entre os mecanismos de transmissão citam-se a piora no comércio internacional, a forte fuga para a qualidade dos capitais especulativos e dos investidores globais, o aumento das remessas de lucro das transnacionais para as suas matrizes, o empocamento do crédito no mercado interbancários, a retração das linhas de crédito internacionais, a perda do dinamismo no mercado de capitais, a diminuição dos investimentos diretos estrangeiros e a queda do preço das *commodities*, entre outros. Porém, considera-se o canal do câmbio um dos mais importantes mecanismos de transmissão.”(RAMOS,2014, pág. 70)

O câmbio torna-se um dos principais canais de transmissão pelo movimento especulativo em derivativos de empresas nacionais. Essas viram seus caixas implodirem com queda da cotação da moeda nacional. (RAMOS, 2014)

No mercado financeiro, quase um ano após bater o recorde em posição líquida comprada em BM&F de US\$ 350 bilhões, e no mês em que passava pelo patamar histórico de alta, maio de 2008, ocorria o processo de integração entre a BM&F (bolsa de derivativos) e da Bovespa (bolsa de ações), que tornaria a única bolsa de valores do Brasil. Em meio a expectativas positivas, o mercado de capitais foi contaminado pela crise, trazendo efeitos brutais sobre seu dinamismo.

Os derivativos cambiais podem ser utilizados como mecanismo de proteção, possibilitando uma melhor projeção do fluxo de caixa e redução de riscos de mercado, através de hedge financeiros. As operações de hedge de propõem a proteger o valor de um ativo no futuro contra as variações que podem vir ocorrer.(RAMOS, 2014) Assim, por exemplo, uma empresa que tem uma dívida em dólar consegue controlar seus custos mesmo com a volatilidade da moeda estrangeira através da compra de dólares no mercado futuro (BM&F), travando o valor do termo de troca utilizado e reduzindo seus riscos. Imagine neste exemplo que em janeiro uma empresa brasileira tenha uma dívida de \$1.000,00 dólares para ser paga em setembro. Com moeda é volátil não se sabe a cotação desta no período futuro. Para travar o valor a ser pago a empresa compra contratos \$1.000,00 dólar até o vencimento em setembro na cotação de R\$1,83, mantendo em R\$1.830,00 o custo de sua dívida. Independentemente se no futuro a cotação do dólar seja maior (R\$2,20) ou menor (R\$1,7), o valor que sairá de seu fluxo de caixa será de R\$1.830,00.Há também a opção de utilizar contrato a termo de moeda sem entrega física, o NDF (Non Deliverable Forward) como hedge financeiro.(RAMOS, 2014) No caso das operações especulativas, não há qualquer cobertura (proteção) no mercado. (FERRAZ, 2013),

“Um instrumento alternativo é o NDF, Non Deliverable Forward, um contrato a termo que age com a função de hedge e atua na liquidação pela diferença entre a taxa contratada e a taxa vigente no dia do vencimento. Tais contratos ainda apresentam a característica de fazer a liquidação das operações em reais. Essa diferença de institucionalidade (se comparada ao âmbito internacional) contribui para atenuar a demanda por moeda estrangeira em momentos de depreciação cambial.”(RAMOS, 2014, pág. 72)

A apreciação do câmbio a partir do segundo semestre de 2002 vinha sendo constante e levava as empresas exportadoras a reduzirem suas receitas e competitividade frente à concorrência externa. Assim, a procura de derivativos cambiais não visando buscar uma redução dos choques de preços advindos da apreciação cambial, mas sim a especulação visando o ganho no mercado financeiro tornou-se cada vez mais intensa por estas empresas exportadoras. Nesse contexto de apreciação da moeda nacional constante e com relativa ausência de riscos globais fez com que as oscilações no câmbio até então fossem gerenciáveis e com possíveis retornos sobrepostos aos riscos para tais empresas. (FERRAZ, 2013)

Não só empresas exportadoras se valeram dos derivativos para obtenção de possíveis retornos com especulações. Diversas empresas sem atividades exportadora utilizaram do instrumento para obterem ganhos. Cabe ressaltar que a conduta especulativa das empresas que realizavam operações no exterior foi percebida com a sobreposição volume de operações em derivativos sobre o volume financeiro de sua atividade final. (FERRAZ, 2013)

“Isso significa que a demanda por derivativos não é, *per se*, suficiente para identificar uma conduta especulativa, fato que requer a utilização de um critério quantitativo que contraponha o volume de divisas aplicado em derivativos ao montante de divisas resultante da atividade exportadora. Somente quando o primeiro ultrapassa o segundo é que se pode falar em conduta especulativa. Vale ainda lembrar que, no período que antecedeu a crise, algumas empresas não exportadoras também estavam operando com derivativos cambiais. Nesses casos em que as operações não visavam cobrir uma posição oposta no mercado, a aplicação em derivativos já é bastante para caracterizar conduta especulativa.”(FERRAZ, 2013, pág. 33)

A posição dos bancos em tais operações era diligente. As grandes instituições financeiras que as proviam para as empresas ofereciam contratos que se tornaram questionáveis durante a crise. Os termos de troca entre as mesmas e os bancos eram 1 para 2. Em outras palavras, caso houvesse ajuste a favor da empresa, o banco pagaria uma vez a diferença entre o valor de referência e o valor atual, já as empresas pagariam dobrado caso operações fossem contra as mesmas. (FERRAZ, 2013)

“Esta assimetria se assentava nos seguintes mecanismos: (i) a empresa assumia duas vezes a posição vendida em dólar futuro, ou seja, se o dólar atingisse um valor maior que o valor de referência (*strike*) a empresa pagaria duas vezes a diferença, enquanto que na situação contrária o banco pagaria apenas uma; (ii) para as empresas não havia limite para as perdas: elas deveriam cumprir o contrato até o fim do período estipulado, ao passo que os bancos contavam com uma cláusula de limite automático referenciado a um dado nível de perdas acumuladas (exemplo: o contrato ficava suspenso, caso

as perdas do banco atingissem 20% do valor-nocional).”(FERRAZ, 2013, pág. 34)

A clareza dos cálculos envolvidos nas operações ou ingenuidade das empresas nos contratos firmados com os bancos foram uma das questões levantadas. Como instituições sólidas e com profissionais qualificados, julgaram que o momento era oportuno para elevar suas receitas não provenientes das operações final das empresas? E apesar das motivações que levaram aos mesmos a tomarem posições alavancadas no mercado de derivativos, como não foram considerados os riscos globais apesar da ausência de turbulência no período anterior? De acordo com Ferraz (2013), a confiança exagerada a respeito da valorização do real teria os tornado míopes a respeito dos demais riscos e das consequências do que poderia acontecer caso o resultado fosse contrário. (FERRAZ, 2013)

Segundo o mesmo autor, houve questionamentos na justiça por partes das empresas a respeito dos contratos firmados com os bancos, com alegações de desequilíbrio de contrato e má-fé dos mesmos. Como muitas empresas estavam envolvidas com derivativos de câmbio, a perda de credibilidade nessas devido a volatilidade cambial com a crise gerou perdas consideráveis aos seus caixas. Prejuízos contabilizados não somente através dos danos com derivativos, mas também com a elevação dos custos de captação e da rolagem da dívida, afetando o risco de crédito. “Entre estas empresas estavam gigantes como Sadia, Aracruz, Votorantim e Vicunha, além de firmas de porte médio de capital fechado “(FERRAZ, 2013, pág 36)

Nota-se, que embora a partir no ano de 2003 tenha iniciado uma melhora nos fatores socioeconômicos internos, além de mudanças regulatórios no setor financeiro, mercado acionário apresentava características de baixa funcionalidade e arriscadas. (RAMOS, 2014)Algumas delas como:

“i)segmento altamente seletivo, ii) forte concentração das emissões, iii) intensa e preponderante participação dos investidores estrangeiros, iv) baixo grau de desenvolvimento, v) tímido comportamento do mercado secundário e vi) pequeno estoque de papéis efetivamente no mercado, segundo Oliveira (2010).”(RAMOS, 2014, pág.64 e 65)

Segundo Ramos (2014), mesmo com um aumento significativo de emissões no mercado financeiro, elevação de 332% na emissão de debêntures de 2004 a 2008, essas eram utilizados fundamentalmente para capital de giro, com as empresas nacionais optando principalmente por empréstimos nos bancos públicos e geração de caixa internacional para reinvestimento na companhia. De acordo com a autora “entre 2004 e 2008, 26,4% dos recursos captados com as ofertas públicas primárias de ações se destinaram à aquisição de participação acionária, 36%

para investimentos, 10,4% para reestruturação dos passivos e 12,1% para capital de giro.” (RAMOS, 2014, pág. 65) Mais da metade das debentures eram emitidos por empresas de leasing de grandes bancos, que o faziam como uma manobra para não usarem recursos exigidos para emissão de CDB (certificado de depósito bancário), como depósitos compulsórios e do fundo garantidor de crédito (FGC).(RAMOS, 2014)

O aumento dos juros realizados pelo Banco Central do Brasil em 2008, que ocasionara encarecimento do crédito, pode ser considerado uma das causas do crescimento das operações com derivativos por empresas exportadoras e não exportadoras. “Pressionadas por problemas de liquidez em um contexto de elevação da taxa de juros, estas teriam optado por operações de alto risco buscando reduzir custos de financiamento.”(FERRAZ,2013, pág. 35) Assim, as operações com derivativos cambiais tornaram-se condição para obterem empréstimos menos custoso com as instituições financeiras, pois estas reduziavam os juros a serem pagos de acordo com o ajuste positivo da operação. (FERRAZ, 2013)

“muitos de seus contratos com derivativos cambiais estavam associados a concessão de empréstimos por parte dos bancos e que, na verdade, o prêmio pago enquanto o dólar permanecia desvalorizado se dava na forma da redução da taxa de juros do crédito concedido.”(FERRAZ, 2013, pág. 35)

A volatilidade e especulação das taxas de câmbio no mercado de derivativos (BM&F) geraram fortes prejuízos a algumas empresas como Sadia, Aracruz e Votorantim. Tais companhias assumiam operações arriscadas com derivativos nas quais apostavam na valorização do real em contrapartida queda dos juros. (PRATES E FARHI, 2008). Prates e Farhi (2009)retratam o movimento volátil do mercado de câmbio:

“Até maio de 2008, os investidores estrangeiros posicionaram-se, predominantemente, na ponta comprada deste mercado, refletindo sua maior aversão aos riscos, associada ao novo contexto financeiro internacional. Somente nos meses de junho e julho deste ano, após o início de novo ciclo de elevação da taxa de juros básica, eles voltaram a formar posições vendidas, que geram lucros com a apreciação do real. Essa mudança foi induzida pela concessão do “grau de investimento”,[...] e pelo boom de preços das commodities, que atingiu seu ápice no final do primeiro semestre. Essa combinação de fatores parece ter gerado uma espécie de “surto” de euforia em relação à moeda brasileira, a despeito do cenário externo adverso. Com o acirramento da crise, em setembro, eles voltam a ficar comprados, apostando na depreciação do real.” (PRATES E FARHI, 2009, pág. 24)

A necessidade de liquidez no exterior, fez com que empresas com filiais no Brasil remetessem a maior parte do lucro para suas matrizes. A partir de 2008 com a eclosão da crise, houve uma redução drástica de liquidez nos mercados emergentes e este cenário, que não era vivido na década de 80-90 pelo país, devido a sua economia não globalizada e instabilidade econômica e política, fez com que estas empresas, agora incluídas em um contexto global, com operações financeiras e não-financeiras em todo mundo, sofressem transtornos durante a crise. (RAMOS, 2014)

Durante todo o período da crise diversas fusões/aquisições e falências ocorreram, empresas com balanços frágeis não resistiram a falta de liquidez global e a valorização abrupta do câmbio. Muitas delas não conseguiram refinanciamento de suas dívidas, em moeda estrangeira principalmente que somado a redução do comércio mundial não tiveram opção a não ser fechar as portas. Por mais que o país tivesse apresentado durante a crise uma economia mais pujante e com elementos econômicos sólidos que fizeram com que o país sobrevivesse a crise de forma mais branda, ainda que sofreu com suas consequências.(RAMOS, 2014)

A situação das empresas foi tornando cada vez mais aguda durante o agravamento da crise. Apesar de auferir ganhos consideráveis, as instituições financeiras foram consideradas corresponsáveis pelos problemas enfrentados pelas empresas. Esse foi determinante para o BNDES exigir uma solução de ambas as partes. Desta forma, esse interferiu procurando articular uma solução para que as empresas não quebrassem e contaminassem a economia em efeito cascata. Como as operações estavam nas mãos dos grandes bancos, fez-se necessário procurar um acordo onde os mesmos encerrassem as operações, porém mantendo uma taxa de câmbio possibilitasse preservar seus ganhos. O congelamento da taxa em acordo com os bancos e financiamento do devido pelas empresas foi fundamental para a solvência das companhias. Essa foi a única solução viável encontrada com a continua valorização do dólar e consequentemente asfixia financeira das empresas. (FERRAZ, 2013)

O BNDES atuou de forma a evitar o pânico em todo o setor financeiro e na redução do travamento de crédito devido as incertezas, procurando organizar e acalmar o mercado, programando a saída de bancos menores de operações que não tinham ligação com derivativos. Em um cenário onde a preferencia de bancos com menor patrimônio era se abster até a volta de liquidez e a queda de incerteza no mercado, foi fundamental a entrada do BNDES ocupando o vazio deixado pelos mesmos. (FERRAZ, 2013)

Como forma de conter a desvalorização cambial, o Banco Central do Brasil inicia estratégias como swaps cambiais através de posição vendida de dólares, retomando leilões de venda de moeda estrangeira e linhas de empréstimos em moeda estrangeira a partir das reservas, destinadas ao financiamento do comércio exterior (PRATES E FARHI, 2009).

“Com os *swaps* reversos, a autoridade monetária se posicionou na ponta oposta à dos investidores estrangeiros, formando posições compradas em dólares e vendidas em juros, com um custo fiscal elevado (decorrente tanto da taxa de juros DI, como da depreciação do dólar do período).(PARTES E FARHI, 2009, pág.22)”

III.4 – Conclusão

De acordo com os autores acima citados, podemos concluir que com a falência do Lehman Brothers em 2008, a sensação de incerteza tomou contornos mercados financeiros mundiais. Os grandes conglomerados bancários mostraram-se restritos ao crédito, tanto por perdas em seus próprios balanços e pela dúvida dos fluxos de caixa de seus tomadores de crédito internacionais, quanto pela própria inclinação dos tomadores de crédito em reduzir investimentos em um momento de incerteza. Embora em primeiro momento com o nível de reservas elevados a economia brasileira não tenha sentido com intensidades os efeitos da crise do *subprime*, as empresas transnacionais eventualmente buscaram repatriar seus lucros para cobrir as perdas em suas sedes e para reinvestir em portfólios de menor risco. Os investimentos diretos estrangeiros minguaram, e configurou-se uma fuga de capitais e uma restrição de liquidez internacional.

Os segundo e terceiro canais de transmissão mais relevantes mostram-se diretamente relacionados, sendo esses o sistema financeiro nacional e o desconfiança com solidez do mesmo. Contrário ao movimento de expansão da liquidez dos bancos centrais internacionais, o comitê de política monetária brasileiro (COPOM), decide pelo aumento da meta Selic meta a partir de abril de 2008. Essa elevação desencadeou em dois principais movimentos: O encarecimento do crédito e a realocação de portfólio de investidores no Brasil. O próprio sistema financeiro nacional reduz em primeiro momento as facilidades de obtenção de crédito, e de forma não intencional, fomenta a busca por inovações financeiras com derivativos cambiais para obtenção de capital de giro e rentabilização de carteiras. Levamos em consideração a premissa de que o maior obtivo das empresas e bancos é uma maior rentabilidade e obtenção de lucros. Assim, com expectativas de redução do crescimento

internacional e interno, e ainda em mente a busca pelo alcance de maiores lucros, aumentasse do ponto de vista bancário e empresarial o interesse por formas de rendimentos menos produtivas como a rentabilidade através de títulos públicos e derivativos financeiros em detrimento a abertura de novas linhas de crédito.

Com a contração externa, fuga de capitais e de investimentos estrangeiros, em conjunto com menor interesse em crédito para funções produtivas e maiores interesses em operações de derivativos mais arriscados já no quarto trimestre de 2008 inicia-se a queda do PIB.

Como forma de apaziguar a escassez de crédito e revigorar a economia, o governo federal promove ainda em 2008 medidas de flexibilização creditícias, principalmente via bancos públicos como a Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES, que não é seguida por bancos privados. Estes mantinham seus capitais aplicados em portfolios de investimentos na sua maioria não produtivos.

A escassez de crédito e a paralisação produtiva foram intensificadas pela forte desvalorização da moeda nacional a partir de setembro de 2008. Com as expectativas já negativas, as empresas nacionais viram seus fluxos financeiros deteriorarem com queda da cotação da moeda nacional. Os derivativos cambiais que poderiam ter sido utilizados por estas sob a premissa de mecanismos de proteção foram utilizados como forma de especulação, levando a graves prejuízos em seus caixas. Tais perdas abalaram companhias de forte nome no mercado como Sadia, Aracruz, Votorantim e Vicunha entre outras, desencadeando falências, fusões e aquisições e inúmeros fluxos de caixa fragilizados.

O Brasil que no pré-crise apresentava elementos econômicos sólidos, mesmo que de forma mais branda, era então atingido pela crise, que se alastrava de forma interna e rápida, apresentando recuperação já no ano seguinte, em 2009.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A desregulamentação do sistema financeiro norte-americano, e o crescimento do Shadow Baking a partir dos anos 1998 e 1999, com o fim da lei Glass Stegal possibilitou o não apenas a criação de inovações financeiras como acirrou a competitividade entre bancos comerciais e outras entidades financeiras. Com a solidez do sistema financeiro fora da pauta dos reguladores, e segurança das inovações pouco questionadas por seus criadores, em meio a

uma economia pujante e competitiva, deu-se a liquidez e a falta de regulação necessária para o início de uma bolha financeira. Em um período de baixa inflação e taxa de juros, a procura de novas e maiores formas de lucros, encontrou-se no mercado imobiliário norte-americano uma brecha que possibilitava maiores ganhos.

O envelhecimento da população norte-americana, e o aumento do preço dos imóveis criou uma abertura para a entrada de um novo seguimento no mercado imobiliário, chamado de *subprime*. Este foi fomentado pelos novos padrões socioculturais dos Estados Unidos: o crescimento da desigualdade norte-americana, aliada com a nova cultura de consumo via crédito. Com a força dos bancos e corretoras feitas para a venda de ativos securitização de crédito envolvendo este seguimento, o risco de default e deste novo seguimento se espalhou pelo mercado.

A complexidade das operações de subscrição e o interesse dos operadores e empresas que as vendiam muitas vezes iludia o real risco das operações. As empresas de rating não conseguiam sempre apresentar uma avaliação precisa, as distribuidoras de hipotecas recebiam credibilidade superestimada e os tomadores de crédito hipotecário muitas vezes não passavam por um rigor bancário rígido. As próprias características do mercado imobiliário americano, como a possibilidade de walk away, de deixar o imóvel caso não tivesse a possibilidade de quitá-lo, entre outras, torna a operação menos segura.

Com a percepção dos riscos e fuga dos investidores, as perdas de capital das instituições Fannie Mae e Freddie Mac, e do prejuízo de grandes bancos americanos, e fundos internacionais, que resultaram na falência do Lehman Brothers, a crise do *subprime* se alastrou pelo globo.

Nos Estados Unidos, as medidas de incentivos ao crédito, auxílio aos bancos e diminuição de impostos a classe média não foram suficientes para resgatar o país da resseção no curto prazo, que se refletiram nas bolsas de valores de todo o mundo.

A América Latina, que possuía histórico recente com recessão e inflação conseguiu contornar de forma mais branda a crise, através de políticas econômicas distintas de acordo com cada país e utilizando de recursos internacionais em conjunto (criação do Latin America Bond Fund) para atrair recursos internacionais.

Já o bloco europeu apresentou menor resistência aos efeitos negativos da crise, e reagiu de forma lenta. Os países que já haviam apresentando sinais negativos anteriores a 2008, como Irlanda, Portugal, Grécia, Bulgária, Romênia e Lituânia sofreram consequências mais graves e recuperações mais lentas. Já países como Alemanha, Holanda, Dinamarca e Suécia, apresentaram melhora já no ano de 2009.

O Brasil, não diferente dos outros países do globo foi atingido pela crise através de uma forte saída de fluxo de capital, que teve como consequência desvalorização cambial, queda nas exportações como sinal de uma economia global retraída, queda na cotação das commodities. A saída do forte de fluxo de capital durante a crise, deu-se devido a repatriação de lucros de multinacionais, que buscavam enviar suas remessas as suas matrizes a fim de estancar suas dificuldades de caixa em meio a crise.

O sistema bancário privado brasileiro se retraiu fortemente, com um ambiente recessivo de queda de investimentos, porém não impediu que estes enxergassem oportunidades de buscarem outros tipos de operações que lhe oferecessem ganhos maiores com menor risco. Naquele momento conceder empréstimos a companhias frágeis financeiramente era algo que nem os bancos nem as empresas viam viabilidade.

O crédito privado se viu escasso no ápice da crise, com a elevação da taxa SELIC, houve realocação dos portfólios dos grandes bancos em títulos públicos e operações com derivativos. Tal movimento fez com que houvesse aumento do custo de captação, e empresas que buscavam captar através de debêntures e notas promissórias se viram com um custo também maior. O setor automobilístico foi um dos mais afetados pela crise, devido a redução de crédito para os clientes através de consórcios, quanto pela redução de linhas de crédito das montadoras.

A forte desvalorização do câmbio trouxe problemas para diversos setores da economia. Apesar de um elevado nível de reservas mantido pelo banco central para tentar assegurar uma oscilação amena em momentos de incerteza, o intenso fluxo de saída de capital levou o câmbio a desvalorizar-se rapidamente. Diversas companhias enfrentaram a partir deste cenário, problemas graves de caixa devido a operações especulativas no mercado financeiro. Empresas que não realizavam operações com derivativos a fim de realizar hedge em sua atividade final, e sim para auferir lucros provenientes da especulação, obtiveram vultuosos prejuízos, ocasionando inclusive na falência ou fusão de algumas destas. O BNDES intercedeu levando auxílio para as empresas que enfrentavam um cenário desafiador onde se

encontravam com pouco crédito, com uma alta dívida resultante das operações no mercado financeiro junto aos bancos. A instituição assistiu ambas as partes com propósito de levarem a um acordo.

Embora o contágio da crise tenha sido possibilitado por várias frentes no Brasil, a volatilidade do dólar e a escassez de crédito podem ser consideradas as principais. De uma lado empresas que acumularam generosas perdas com derivativos cambiais a partir da desvalorização do real, na qual diminuía seus investimentos, e do outro bancos que direcionavam seus rendimentos para transações com derivativos e renda fixa. Estes além obterem uma redução na demanda por crédito por companhias que apresentavam prejuízos e/ou não enxergavam novas oportunidades de investimento, encaravam um horizonte de maior risco e menor retorno com operações de crédito, voltando-se para demais operações de mercado.

Porém, como notamos de acordo com os autores na monografia citados, os efeitos sobre o país foram brandos. Isso porque o Brasil pré-crise passava por um período de crescimento, melhoria dos indicadores sociais, nas contas externas, com políticas de redistribuição de renda e programas de aceleração do crescimento (PAC). Como a inflação de custos no país, diretamente relacionada ao dólar, à valorização do real entre os anos de 2005 e 2007 possibilitaram a contenção do aumento de preços, o que permitiu em conjunto com a melhoria nos salários, o aumento do poder de compra. O incentivo ao crédito pessoal e esta melhoria do poder de compra, fomentaram o consumo interno no pré-crise.

As empresas nacionais inseridas em um ambiente de estabilidade econômica do pré-crise, eram incentivadas com linhas de crédito do BNDES, aumentavam e modernizavam suas capacidades produtivas. O mercado financeiro, por sua vez, passavam por mudanças regulatórias positivas, abertura de IPO's, alta no preço das *commodities*, influenciando alguns dos principais ativos do IBOVESPA, o que atraía investidores institucionais

O país tornava-se cada vez mais atraente para capitais especulativos, com sua elevada taxa de juros e melhorias macroeconômicas, com abundância de fluxos de capitais e resultado positivo na balança comercial, em ambiente de liquidez internacional.

A partir da crise do *subprime*, o desemprego atingiu todos os níveis de escolaridade entre 2008 e 2009, apresentando aguda retração no postos trabalho, acompanhado pela forte queda do PIB entre o quarto trimestre de 2008 até o terceiro trimestre de 2009 e forte desvalorização do câmbio.

Os efeitos sobre o mercado acionário tornaram-se alarmantes. A crise financeira teria não só acabado o a euforia de poucos meses anteriores, como promovido a fuga de investidores. A fuga de capitais, perdas das empresas nacionais com derivativos cambiais, queda no preço das *commodities*, e a retração dos investimentos em cenários negativos, levava a queda de mais de 59% do IBOVESPA.

Para conter os efeitos sobre o Brasil, podemos destacar o aumento das linhas de crédito do BNDES, operação com derivativos (swaps cambiais), alteração das medidas do depósito compulsório, utilização do capital de giro para construção civil e setor automobilístico, adiantamentos de recursos à safra agrícola, e utilização de reservas internacionais, como medidas com a finalidade de gerar mais liquidez em moeda local e exterior.

Assim, a recuperação econômica brasileira é dada já no quarto trimestre de 2009, a partir do sucesso no curto-prazo das medidas implementadas pelo governo, o virtuosos período de indicadores econômicos pré-crise, e a retorno do crescimento externo. Assim, podemos concluir que apesar de intensos no curtíssimo prazo, os efeitos comparados a países da Europa e Estados Unidos foram brandos, apresentando rápida retomada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA ESTADO. AE Broadcast, Versão 5.0.9.0, 2015

ARAÚJO, V. L.; GENTIL, D. L. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2011.

AZIZ, B. Financial Crisis 2007-2009: How Real Estate Bubble and Transparency and Accountability Issues Generated and Worsened the Crisis. **Estudos Fronterizos**, Mexicali, v. 13, n. 26, dic. 2012.

BMF&BOVESPA, Oferta subsequente de ações – Follow on <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/empresas/aumento-de-liquidez/oferta-subsequente-follow-on/> Acesso em 04 de outubro de 2016, 14:35

BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.15, n.30, p.129-159, dez. 2008.

FERRAZ, F.C. Crise Financeira Global : Impactos na economia brasileiro, política econômica e resultados, Dissertação de mestrado, PPGE, UFRJ, Rio de Janeiro, 2013

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. Preliminary Staff Report: Shadow Banking and the Financial , Draft , 2010

CARVALHO, D. F. A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minskyana. In: III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira; 2010. p. 1-20.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Entendendo a Crise Financeira Global. IBASE, Rio de Janeiro, outubro de 2008.

D'AGOSTINI, L.L.M. Atuações das autoridades monetárias brasileiras diante da crise financeira internacional. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v.4, n.4, p.39-44, out./dez. 2008.

FREITAS, M.C.P. Os efeitos da crise global no Brasil - aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, São Paulo, v.23, n.66, p.125-45. 2009.

GONTIJO, C. **Raízes da crise financeira dos derivativos *subprime***. Belo Horizonte: UFMG, 2008.

LIMA, T.D.; DEUS, L.N. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. **Revista Cadernos de Economia**, Chapecó, v.17, n.32, p.52-65, jan./jun. 2013.

NOZAKI, W.V. A crise financeira internacional e a atuação do Estado nacional: a originalidade do caso brasileiro. **OIKOS**, Rio de Janeiro, v.10, n.1, p.38-57. 2011.

PRATES, D.M.; CUNHA, A.M.; LÉLIS, M.T.C. O Brasil e a Crise Financeira Global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.15, n.1, p.62-91, jan./abr. 2011.

PRATES, D. M., FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. **Texto para discussão**, Campinas, n.164, jun. 2009.

RAMOS, L. S. A hipótese da instabilidade financeira e o encontro de Minsky com a economia brasileira: a experiência das corporações nacionais nos anos 2000 e o caso da Sadia na crise de 2007/2008, Dissertação de mestrado, Unicap, Campinas, 2014

SERRANO, F., SUMMA, R. Política Macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na Economia Brasileira dos anos 2000, IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), Rio de Janeiro, 2011.

SILVA, Fábio José Ferreira da; FONSECA NETO, Fernando de Aquino. Efeitos da crise financeira de 2008 sobre o desemprego nas regiões metropolitanas brasileiras. **Nova econ.**, Belo Horizonte , v. 24, n. 2, Aug. 2014.

SINGER, P. O combate à crise pelo Governo Federal. *Teoria e Debate*, n. 81, mar./abr. 2009. Disponível em: <<http://www.teoriaedebate.org.br/materias/economia/o-combate-crise-pelo-governo-federal>> Acesso em 20 de novembro de 2014.

TEIXEIRA, L. A. S. Uma Investigação sobre a desigualdade na distribuição de renda e endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000 , IPEA, Rio de Janeiro, 2012, (Texto para Discussão, n. 1965).

WRAY, L. Randall. Lessons from the subprime meltdown. *Challenge*, v. 51, n. 2, p. 40-68, 2008.