



**INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O
DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL**

**A CRISE INTERNACIONAL
E A ECONOMIA BRASILEIRA:
O EFEITO-CONTÁGIO SOBRE AS CONTAS
EXTERNAS E O MERCADO DE CRÉDITO EM 2008**

ABRIL/2009

Conselho do IEDI

Abraham Kasinski <i>Sócio Emérito</i>	José Roberto Ermírio de Moraes <i>Diretor Geral</i>
Amarílio Proença de Macêdo	Josué Christiano Gomes da Silva <i>Presidente do Conselho</i>
Andrea Matarazzo	Lirio Albino Parisotto
Antonio Marcos Moraes Barros	Luiz Alberto Garcia
Benjamin Steinbruch	Luiz Fernando Furlan
Carlos Antônio Tilkian	Marcelo Bahia Odebrecht
Carlos Francisco Ribeiro Jereissati	Marco Antônio Castello Branco
Carlos Mariani Bittencourt	Olavo Monteiro de Carvalho
Carlos Pires Oliveira Dias	Paulo Guilherme Aguiar Cunha
Claudio Bardella	Paulo Setúbal Neto
Daniel Feffer	Pedro Eberhardt
Décio da Silva	Pedro Franco Piva
Eugênio Emílio Staub	Pedro Grendene Bartelle
Flávio Gurgel Rocha	Pedro Luiz Barreiros Passos
Francisco Amaury Olsen	Robert Max Mangels
Ivo Rosset	Roberto de Rezende Barbosa
Ivoncy Brochmann Ioschpe	Roger Agnelli
Jacks Rabinovich	Salo Davi Seibel
Jorge Gerdau Johannpeter	Thomas Bier Herrmann
José Antonio Fernandes Martins	Victório Carlos De Marchi

Hugo Miguel Etchenique
Membro Colaborador

Paulo Diederichsen Villares
Membro Colaborador

Paulo Francini
Membro Colaborador

Roberto Caiuby Vidigal
Membro Colaborador

A CRISE INTERNACIONAL E A ECONOMIA BRASILEIRA: O EFEITO-CONTÁGIO SOBRE AS CONTAS EXTERNAS E O MERCADO DE CRÉDITO EM 2008

Principais Conclusões e Sugestões

A crise financeira internacional atingiu vários segmentos da economia brasileira em 2008, mas em diferentes timings e intensidades. O objetivo deste texto é analisar sua influência sobre as contas externas e o mercado de crédito, examinando seus diversos mecanismos de transmissão. O processo manifestou-se, principalmente, a partir de meados de setembro, quando a falência do banco de investimento Lehman Brothers converteu a crise num fenômeno sistêmico, resultando no seu espraiamento para as economias emergentes, dentre as quais o Brasil, de forma praticamente indiscriminada.

Contas externas

As contas externas brasileiras foram afetadas mediante vários mecanismos de transmissão sobre as transações correntes e os fluxos de capitais que, contudo, não foram suficientes para tornar negativo o saldo do balanço de pagamentos em 2008. Este foi superavitário em US\$ 2,9 bilhões, cifra muito menor que o recorde histórico de US\$ 87,5 bilhões registrado em 2007, mas, em contrapartida, expressivamente superior aos registrados no biênio 1998-1999 e em 2002, quando eclodiram as crises cambiais precedentes.

As transações correntes apresentaram forte deterioração em 2008 – déficit de US\$ 28,3 bilhões, o primeiro do governo Lula e o mais elevado desde 1998 –, em função tanto da redução do superávit comercial (de US\$ 40 bilhões para US\$ 24,7 bilhões), como do aumento das remessas de serviços e rendas (de US\$ 42,3 bilhões para US\$ 57,3 bilhões). No âmbito do comércio exterior de bens, a queda de seu saldo decorreu, em grande parte, da interação de dois fatores macroeconômicos – a trajetória de forte e ininterrupta apreciação do real entre 2004 e julho de 2008 e a aceleração do crescimento econômico a partir de 2007 –, que tiveram um duplo efeito negativo sobre este saldo: o impulso às compras e o desestímulo às vendas externas. As primeiras tiveram excepcional evolução em 2008 (43,6%), enquanto estas ainda registraram uma taxa razoável (23,2%) de crescimento, o que atenuou a queda do superávit comercial – que, por partir de um valor muito elevado em 2007 (US\$ 40 bilhões), manteve-se em um nível capaz de contribuir positivamente para a sustentação das contas externas.

O resultado das exportações está relacionado à interação entre o perfil da pauta exportadora brasileira e os mecanismos de transmissão da crise sobre os fluxos comerciais. Países, como o Brasil, com uma elevada participação das commodities nesta pauta, até meados de 2008 se beneficiaram da aceleração dos aumentos dos preços internacionais desses bens. No entanto, já a partir de junho e julho, as perspectivas de retração da demanda mundial afetaram negativamente esses preços, que ingressaram numa trajetória de deflação. No caso brasileiro, esta reviravolta não foi suficiente para anular os ganhos obtidos no primeiro semestre de 2008. No acumulado de janeiro a dezembro (frente ao mesmo período do ano anterior), os preços das exportações cresceram 26,3% e garantiram para o ano uma expansão superior a 20% (23,2%) das vendas ao exterior em valor, a despeito da queda das quantidades vendidas

(-2,5%) – que se intensificou nos últimos três meses do ano, em função da retração da demanda externa e da contração dos créditos comerciais a partir de setembro.

A crise também influenciou o desempenho das transações correntes mediante seu impacto sobre as rendas de investimento, que registraram um déficit recorde em termos históricos em 2008 (US\$ 41.107 milhões, 38,2% superior ao registrado em 2007). Mesmo que este resultado esteja associado, igualmente, a fatores conjunturais internos, como a maior lucratividade das empresas presentes no Brasil em 2007 e a valorização do real até julho, ele foi impulsionado pelo aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo de compensar perdas em outros mercados, bem como de atender à necessidade de “caixa” no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de créditos.

O crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores de portfólio em ações se revelou um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do país, reflexo de características estruturais (grau de internacionalização da estrutura produtiva e de abertura financeira) e da sua forte expansão nos últimos anos, associada ao aumento das aplicações de portfólio de não-residentes e, em menor medida, dos investimentos diretos estrangeiros. A dimensão e a composição do passivo externo brasileiro também condicionaram os efeitos da crise sobre o ingresso líquido de recursos externos e, assim, sobre a conta financeira do balanço de pagamentos.

Esse ingresso tornou-se negativo no último trimestre do ano (ou seja, após o aprofundamento da crise), resultando em déficits mensais nesse período. No acumulado de outubro a dezembro de 2008 a conta financeira registrou déficit de US\$ 21.536 milhões, enquanto no ano como um todo o valor foi positivo em US\$ 31.895 milhões. O efeito-contágio da crise sobre o ingresso líquido de capitais externos nos três últimos meses de 2008, associado ao contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez em âmbito global, se deu mediante dois principais mecanismos de transmissão – a liquidação das aplicações de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior –, que contaminaram as duas modalidades de fluxos financeiros, “investimentos de portfólio” e “outros investimentos” (que engloba diversas modalidades de créditos, financiamentos e empréstimos), que se tornaram deficitárias, respectivamente, a partir de outubro e de novembro.

Já os investimentos diretos externos (IDE) mantiveram-se favoráveis nesse período. No trimestre final de 2008 o IDE somou US\$ 14.205 milhões, praticamente o mesmo valor do trimestre anterior. No ano, chegou a US\$ 40.060 milhões (US\$ 34.585 milhões em 2007). Nesse caso, os fluxos favoráveis a despeito da crise internacional se explicam pelo perfil menos volátil dessa modalidade de capital estrangeiro, que depende de decisões passadas de produção e investimento. Essas decisões foram estimuladas, em geral, pelo maior crescimento da economia brasileira em 2007/2008 e, de forma mais particular, pelas perspectivas de lucro nos setores produtores de commodities com alta cotação internacional e nas indústrias baseadas em recursos naturais, bem como pelo dinamismo do mercado interno (que favoreceu investimentos nas indústrias automobilística e de máquinas e equipamentos).

A retração dos fluxos de capitais exerceu pressões sobre a taxa de câmbio do real, que se depreciou 27,25% entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008. Considerando as médias de cotações mensais do dólar entre julho (mês de menor cotação no ano, R\$ 1,57) e dezembro (R\$ 2,34), a variação chegou a 49,2%. Contudo, ao contrário dos episódios anteriores de

crises cambiais, a economia brasileira desta feita se encontrava numa posição menos vulnerável, em função do estoque recorde de US\$ 207,5 bilhões de reservas internacionais (superior à dívida externa pública, de US\$ 78,4 bilhões) e da posição ativa em dólares nas operações de swaps cambiais, que tornaram o governo credor líquido em moeda estrangeira. Nesta situação inédita, o setor público obteve lucros com a desvalorização cambial, que contribuíram para que a sua dívida líquida atingisse o menor patamar em termos históricos (36% do PIB em dezembro de 2008). Ademais, o BCB contava com um leque bem mais amplo e poderoso de instrumentos para conter os efeitos da crise e do desarme das operações que antes promoviam a valorização da moeda nacional.

A atuação do Banco Central se pautou, entre setembro e dezembro pela venda de US\$ 23,5 bilhões no mercado de câmbio à vista mediante as intervenções tradicionais e duas novas modalidades (os leilões de dólares com compromisso de recompra e as linhas de empréstimos em moeda estrangeira destinadas ao financiamento do comércio exterior, instituídos em setembro e outubro, respectivamente). Por outro lado, interrompeu a rolagem dos contratos de swaps reversos e voltou a realizar leilões de swaps cambiais, nos quais assume uma posição passiva em dólar.

Todavia, a autoridade monetária brasileira poderia ter sido mais ativa no sentido de conter a desvalorização cambial (já que instrumentos para isso não lhe faltavam, ao contrário de episódios de crises anteriores), o que teria amenizado o problema que a impediu, segundo sua própria avaliação, de promover reduções da taxa básica de juros nos meses de crise, qual seja, o impacto dessa desvalorização sobre a inflação. A desaceleração muito forte no crescimento da economia devido à crise internacional restringiu a gravidade desse problema no presente contexto, o que libera a política monetária dos juros extraordinariamente altos praticados no país.

Em suma, ao contrário de outras oportunidades, o Brasil se valeu de mecanismos para se proteger dos impactos da crise internacional sobre suas contas externas. Em parte, esses mecanismos resultaram de ações de governo, que agora revelam sua serventia como amortecedores do contágio da crise externa. São os seguintes: a) o saldo comercial elevado, na faixa de US\$ 40 bilhões no ano que precedeu a crise internacional, ou seja, 2007; b) a atratividade que o maior crescimento econômico nos anos de 2007 e 2008 deu ao IDE, uma fonte de financiamento externo mais estável e que foi relevante como compensação da saída líquida de recursos em outras modalidades de capital estrangeiro no último trimestre de 2008; c) as reservas cambiais superiores a US\$ 200 bilhões que, por si só, inibem “ataques especulativos” contra a moeda nacional; e d) a posição credora líquida em moeda estrangeira conquistada pelo setor público brasileiro, um fator de estabilidade fiscal e das expectativas na economia. Esses condicionantes, aliados ao atraso relativo com que o Brasil se aproximou da farta liquidez internacional que precedeu a crise internacional, impediram que esta desencadeasse uma corrida contra o real e se traduzisse em uma crise de balanço de pagamentos.

Mercado de Crédito

A crise financeira internacional também afetou o mercado de crédito doméstico mediante vários canais de transmissão. Dois mecanismos se manifestaram desde o início de 2008 e induziram as empresas a demandarem mais recursos internamente, o que pressionou os custos de captação dos bancos via Certificados de Depósito Bancário (CDBs) e, assim, as taxas de juros do crédito. Por um lado, com antecedência ao 15 de setembro (crise do Lehman Brothers), a perda de dinamismo do mercado de capitais, cujo boom em 2007 dependeu

amplamente da elevada participação dos investidores estrangeiros. Por outro lado, a retração das linhas de crédito internacionais – que também se apresentou antes de setembro de 2008, mas que se agravou fortemente no último trimestre de 2008 –, teve impactos tanto sobre as modalidades de empréstimos às pessoas jurídicas concedidas no país com base em *funding* externo, como sobre a captação direta das empresas no mercado internacional.

Até o aprofundamento da crise internacional em setembro do ano passado, o crédito doméstico supriu estas lacunas do mercado de capitais e do financiamento com recursos externos, respondendo elasticamente à maior demanda de crédito por parte das empresas. Dois outros fatores interligados concorriam para uma evolução ainda mais acentuada da demanda de crédito: a crescente atividade econômica e o forte impulso que se assistia nas decisões empresariais de investir, tornando maiores as necessidades de recursos para capital de giro e para investimento. Nesse contexto de forte expansão creditícia, em muitos casos, as instituições financeiras adotaram estratégias de alto risco, como a vinculação de empréstimos a contatos de derivativos cambiais e a captação de recursos mediante CDBs com liquidez diária. Essas estratégias resultaram em posições financeiras mais frágeis do lado das empresas, o que aumentou a vulnerabilidade das instituições financiadoras à reversão cíclica que viria a ocorrer a partir de setembro.

Após a falência do banco Lehman Brothers em 15/09/2008, dois mecanismos adicionais de contágio entraram em operação. Em primeiro lugar, a realocação dos portfólios das filiais dos bancos estrangeiros. A necessidade de fazer caixa para cobrir os elevados prejuízos nos mercados vinculados às hipotecas *subprime* levou os bancos internacionais não somente a contrair os créditos inter-fronteiras, mas também a encolher suas operações domésticas. Em segundo lugar, os prejuízos das empresas em contratos de derivativos cambiais gerados pela depreciação do real.

O aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados em momentos de instabilidade cambial (como em 1998 e 2002) é um fenômeno recorrente na economia brasileira, onde a existência de títulos públicos indexados à taxa Selic e o curto prazo das operações de crédito facilitam a recomposição dos portfólios dessas instituições. Mas, desta feita, um motivo adicional explica o empoçamento inédito da liquidez no mercado interbancário e a abrupta contração do crédito. Os complexos contratos de derivativos cambiais de balcão no mercado doméstico e internacional foram realizados, segundo fontes da imprensa, por cerca de 220 empresas num contexto de forte apreciação do real para se proteger do risco cambial. Com a abrupta desvalorização do real após o aprofundamento da crise em meados de setembro, as perdas de grandes empresas vieram à tona e foram se acumulando.

Nesse contexto, alguns bancos enfrentaram problemas de liquidez devido aos ajustes de margem nessa câmara e na BM&F e ficaram ameaçados de descumprimento dos contratos. O clima de incerteza em relação aos volumes e instituições e empresas envolvidas nas operações de derivativos ampliou a paralisia dos negócios no interbancário e a deterioração das condições de crédito interno. Os bancos de menor porte foram os mais afetados devido à sua maior dependência das captações nesse mercado, que foi agravada pela venda dos CDBs pelas empresas que precisavam de recursos para honrar os compromissos nos contratos de derivativos.

A gravidade da contração do crédito não transparece inteiramente na evolução do estoque total das operações de crédito doméstico, que manteve uma trajetória de expansão no último trimestre de 2008, atingindo R\$ 1,23 trilhão (41,3% do PIB) em dezembro, valor recorde da série histórica do BCB (que se inicia em meados de 1994). No entanto, o impacto adverso da

crise de confiança e dos demais canais de contágio sobre o mercado de crédito doméstico pode ser apreendido na análise desagregada das taxas de crescimento das diversas modalidades de empréstimos, que revela importantes mudanças na sua dinâmica no último trimestre de 2008.

A partir de setembro, o crédito com recursos livres se desacelerou fortemente e várias empresas, que tinham deslanchado decisões de produção e investimento e contavam com a manutenção das linhas de crédito dos bancos privados, se depararam com a impossibilidade de renovar esse fundo e, assim, dar continuidade à evolução de suas operações. Assim, a desaceleração da taxa de crescimento no segmento de pessoa jurídica – de 45% em setembro relativamente a setembro de 2007 para 39,2% em dezembro (contra o mesmo mês do ano anterior), uma queda de quase 6 pontos percentuais (p.p) – significou, diante do quadro de necessidades ampliadas de renovação do fundo rotativo “finance”, uma forte restrição do crédito para as empresas. Ademais, a referida desaceleração só não se refletiu de forma mais intensa nos números oficiais de evolução do crédito em função do efeito da variação cambial sobre o estoque em reais das modalidades com recursos externos.

Já o crédito com recursos livres para pessoas físicas sofreu uma desaceleração menos intensa (de 3,9 p.p) no último trimestre, em função, sobretudo, do comportamento das linhas “cheque especial” e “cartão de crédito”, as únicas que passaram a crescer a taxas mais elevadas. Isto porque, no caso dessas linhas, de custo mais elevado, os bancos não conseguem cortá-las imediatamente já que são empréstimos rotativos, em que os limites são concedidos, em geral, com seis meses de antecedência. Em contrapartida, outras modalidades, como aquisição de veículos, foram afetadas após o aprofundamento da crise no quarto trimestre de 2008, seja por problemas em instituições líderes no segmento, seja pela impossibilidade de venda das carteiras de crédito pelos bancos de menor porte.

Simultaneamente à desaceleração do crédito com recursos livres, as operações com recursos direcionados ganharam impulso no último trimestre do ano, o que ajuda a explicar o menor recuo da taxa de crescimento do crédito total (de 3,3 p.p) em relação ao crédito com recursos livres. O ritmo de expansão dessas operações elevou-se de forma praticamente contínua desde 2007, impulsionado pelo maior dinamismo dos investimentos (e conseqüente demanda sobre os recursos do BNDES) e pelo boom da construção civil (com impacto sobre o crédito imobiliário), mas a aceleração observada a partir de setembro reflete também um comportamento anti-cíclico.

Os principais responsáveis pelo aumento do ritmo de expansão dos empréstimos com recursos direcionados foram os bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal – CEF e Banco do Brasil – BB), que atuaram de forma anti-cíclica para atenuar os efeitos adversos do *credit crunch* no mercado doméstico, seja expandindo o crédito direcionado, seja adquirindo carteiras de crédito dos bancos privados (caso da CEF e do BB). Em contrapartida, o crédito concedido pelos bancos privados nacionais e pelos bancos estrangeiros seguiu um caminho inverso, se desacelerando, respectivamente, 10,1 p.p e 3,8 p.p.

Assim, a preservação do sistema de crédito direcionado e dos seus principais agentes – as instituições financeiras públicas, como o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF – ampliou o raio de manobra do governo brasileiro na gestão do efeito-contágio da crise internacional sobre a evolução do crédito no país, possibilitando que a sua expansão compensasse, em parte, a desaceleração do segmento de recursos livres. Vale mencionar que no Brasil esta preservação constituiu uma vantagem para enfrentar o contágio da crise internacional no crédito doméstico, o que não se verificou na maioria dos países emergentes (com exceção da Índia e da China),

pois o processo de desregulamentação financeira resultou na desmontagem de sistemas de financiamento público e na privatização dos bancos estatais.

Contudo, a mudança na dinâmica do mercado de crédito certamente não foi neutra do ponto de vista do acesso ao crédito por parte das empresas. Isto porque, enquanto os empréstimos do BNDES são absorvidos, especialmente, por grandes empresas, as linhas de crédito com recursos livres são mais pulverizadas, se destinando, em grande parte, para micro, pequenas e médias empresas. Tampouco foi neutro o impacto das dificuldades de liquidez no sistema bancário, que a partir da crise internacional, atingiu mais intensamente os bancos de menor porte, que têm importante expressão no crédito para micro e pequenas empresas.

Além de ter afetado a disponibilidade do crédito com recursos livres, a crise também teve efeitos sobre seu custo, aumentando tanto a taxa de captação, especialmente no segmento de pessoa jurídica, como os spreads bancários, que reagem de forma pró-cíclica; ou seja, tendem a ceder em contextos macroeconômicos favoráveis e a se elevar em situações de instabilidade macroeconômica e elevada incerteza. Em relação às demais condições dos empréstimos com recursos livres, a inadimplência das pessoas físicas se elevou a partir de setembro, mas ainda permanecia num patamar relativamente baixo em dezembro.

Já os prazos médios, a despeito de terem atingido seu recorde histórico no final de 2008, interromperam sua trajetória de crescimento e se mantiveram praticamente estáveis no último trimestre, também como reflexo da maior aversão aos riscos dos bancos privados. Em um contexto em que somente de forma marginal caíam as taxas de juros dos financiamentos, os prazos maiores foram um dos principais indutores da maior demanda de crédito por parte das pessoas físicas, concorrendo com destaque para alavancar o consumo das famílias e para ampliar o crescimento econômico brasileiro entre 2004 e 2008. O estancamento desse processo e seu provável retrocesso ao longo do corrente ano, certamente terão efeitos muito negativos no crescimento da economia em 2009.

Introdução

A crise financeira internacional atingiu vários segmentos da economia brasileira em 2008, mas em diferentes *timings* e intensidades. O objetivo deste texto é analisar sua influência sobre as contas externas (primeira seção) e o mercado de crédito (segunda seção), examinando seus diversos mecanismos de transmissão. O processo manifestou-se, principalmente, a partir de meados de setembro, quando a falência do banco de investimento Lehman Brothers converteu a crise num fenômeno sistêmico, resultando no seu espriamento para as economias emergentes, dentre as quais o Brasil. Nesse contexto, o governo brasileiro adotou um conjunto de iniciativas para atenuar os desdobramentos adversos da crise sobre esses dois segmentos, que estão sintetizadas no Quadro do Anexo.

O Efeito-contágio Sobre as Contas Externas

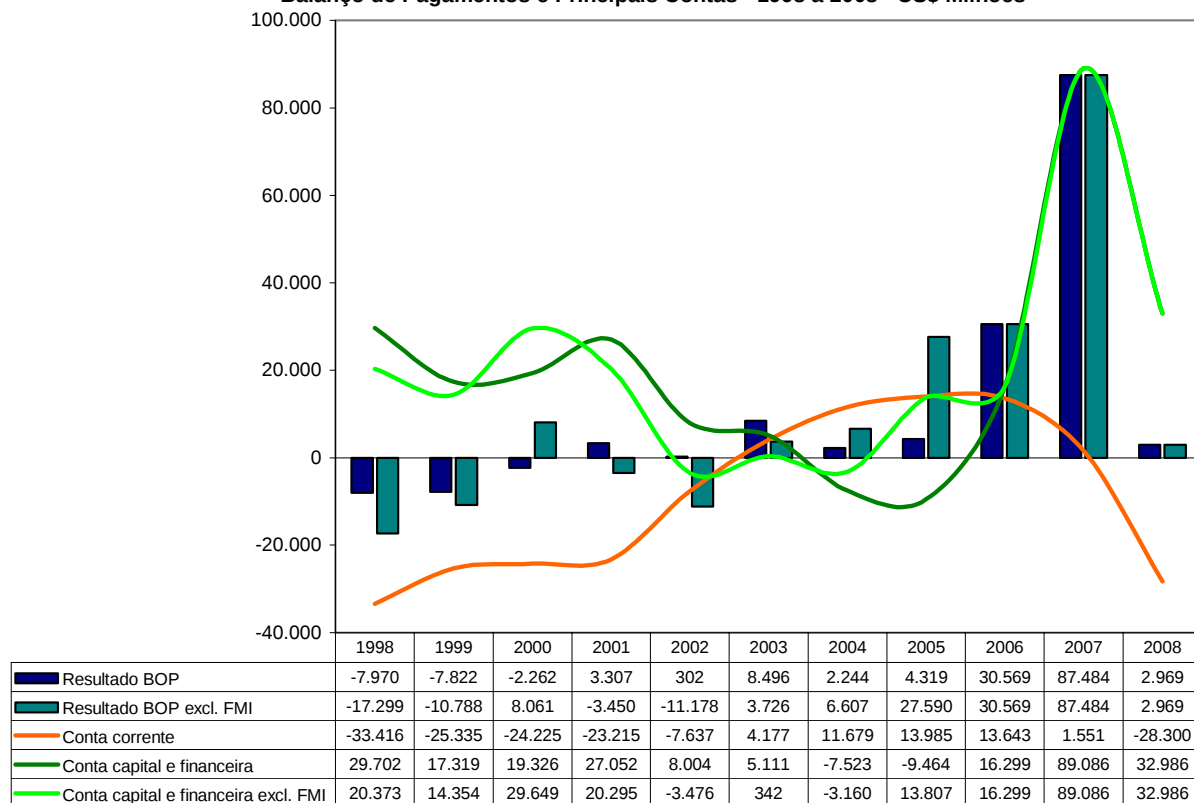
As contas externas brasileiras foram afetadas mediante vários mecanismos de transmissão sobre as transações correntes e os fluxos de capitais. Isso, contudo, não foi suficiente para tornar negativo o saldo do balanço de pagamentos em 2008. Este foi superavitário em US\$ 2,9 bilhões, cifra muito menor que o recorde histórico de US\$ 87,5 bilhões registrado em 2007 – associado ao pico do ciclo de liquidez internacional iniciado em 2003, que entrou na sua fase descendente em 2008.

Este resultado, todavia, foi expressivamente superior aos registrados no biênio 1998-1999 e em 2002, quando eclodiram as crises cambiais precedentes. Se excluirmos os empréstimos com o FMI e, assim, considerarmos somente o balanço de pagamentos voluntário, os déficits destes anos foram de, respectivamente, US\$ 17.299 milhões, US\$ 10.788 milhões e US\$ 11.178 milhões. Incluindo esses empréstimos, somente em 2002 as contas externas tiveram saldo positivo de apenas US\$ 302 milhões.

Assim, é importante examinar a evolução das principais contas do balanço de pagamentos em 2008 para identificar os fatores subjacentes à sua deterioração em relação a 2007, bem como aqueles que atuaram no sentido de amenizá-la, possibilitando um resultado ainda positivo e mais favorável que os observados em 1998, 1999 e 2002, a despeito da profundidade da crise financeira internacional.

As transações correntes apresentaram forte deterioração em 2008 – déficit de US\$ 28,3 bilhões, o primeiro do governo Lula e o mais elevado desde 1998 –, em função tanto da redução do superávit comercial (de US\$ 40 bilhões para US\$ 24,7 bilhões, queda de 38,2%), como do aumento das remessas de serviços e rendas (de US\$ 42,3 bilhões para US\$ 57,3 bilhões, alta de 36%). Na análise deste resultado, é importante diferenciar seus determinantes macroeconômicos e estruturais, dos fatores associados ao efeito-contágio da crise.

Balanco de Pagamentos e Principais Contas - 1998 a 2008 - US\$ Milhões



Fonte: Banco Central. Elaboração IEDI.

Balanco de pagamentos - US\$ milhões

	2007	2008	Var.%
Transações Correntes	1.712	-28.723	-
Balança comercial	40.027	24.759	-38,1
Exportação de bens	160.649	197.943	23,2
Importação de bens	-120.622	-173.184	43,6
Serviços e Rendas	-42.344	-57.671	36,2
Serviços	-13.219	-16.672	26,1
Rendas	-29.291	-40.562	38,5
Rendas de investimento	-29.740	-41.107	38,2
Rendas de Investimento direto	-17.489	-26.775	53,1
Rendas de Investimento portfólio	-7.065	-8.436	19,4
Rendas de Outros investimentos	-5.185	-5.895	13,7
Transferências unilaterais correntes	4.029	4.188	4,0

Fonte: Banco Central. Elaboração IEDI

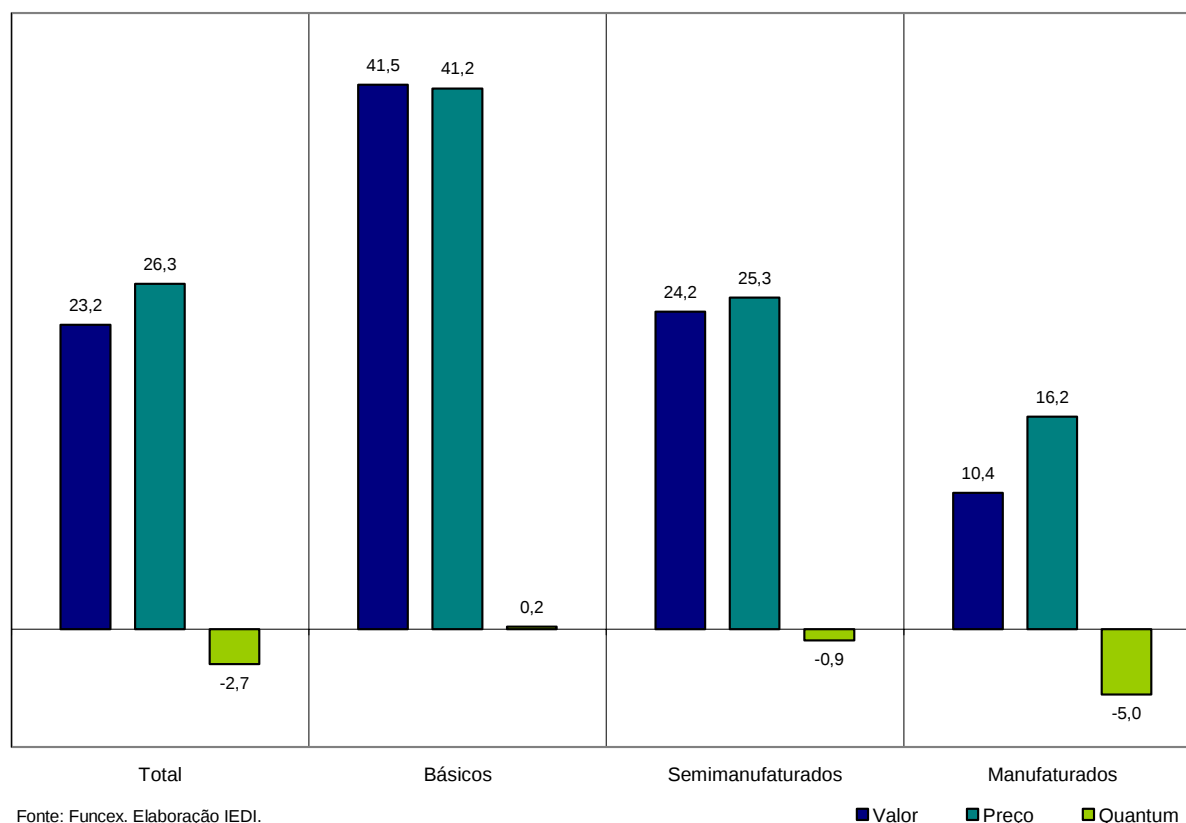
No âmbito do comércio exterior de bens, a queda de seu saldo decorreu, em grande parte, da interação de dois fatores macroeconômicos – a trajetória de forte e ininterrupta apreciação do real entre 2004 e julho de 2008 e a aceleração do crescimento econômico a partir de 2007 –, que tiveram um duplo efeito negativo sobre este saldo: o impulso às compras e o desestímulo às vendas externas. As primeiras tiveram excepcional evolução em 2008 (43,6%), enquanto estas ainda registraram uma taxa razoável de crescimento (23,2%), embora bem inferior às observadas nos anos anteriores, o que atenuou a queda do superávit comercial. Este caiu, mas por partir de um valor muito elevado em 2007 (US\$ 40 bilhões), manteve-se em um nível (US\$ 24,8 bilhões) capaz de contribuir positivamente para a sustentação das contas externas em um contexto de crescente adversidade da economia internacional.

O resultado das exportações está relacionado à interação entre o perfil da pauta exportadora brasileira (fator estrutural) e os mecanismos de transmissão da crise sobre os fluxos comerciais. Países, como o Brasil, com uma elevada participação das commodities nas vendas externas, até meados de 2008 se beneficiaram da aceleração dos aumentos dos preços de bens agrícolas, minerais, energéticos e commodities industriais no mercado internacional. Tal aceleração já podia ser interpretada como um dos primeiros efeitos colaterais da crise financeira internacional, na medida em que os fundos de investimento de perfil mais especulativo, em um contexto de queda da taxa de juros nos países centrais, como os EUA, ampliaram suas aplicações nos mercados futuros de commodities no segundo semestre de 2007 e primeiro de 2008 no afã de obter lucros e atenuar suas perdas nas aplicações vinculadas às hipotecas *subprime*, o que elevou as cotações. No entanto, mesmo antes do agravamento em setembro da crise internacional, ou seja, já a partir de junho e julho, as perspectivas de retração da demanda mundial de bens e serviços afetaram negativamente os preços desses bens, que ingressaram numa trajetória oposta, de deflação.

No caso brasileiro, esta reviravolta nos mercados de commodities não foi suficiente para anular os ganhos obtidos no primeiro semestre de 2008. No acumulado de janeiro a dezembro (frente ao mesmo período do ano anterior), os preços das exportações cresceram 26,3% e garantiram para o ano uma expansão superior a 20% (23,2%) das vendas ao exterior em valor, a despeito de uma queda de 2,5% das quantidades vendidas. Esta queda, por sua vez, não deve ser atribuída somente aos efeitos da crise sobre o volume de exportações, já que era um processo que se desenvolvia com antecedência, motivado pela valorização da moeda nacional. Dois canais adicionais de transmissão da crise agravaram a intensidade desse processo nos últimos três meses do ano: a retração da demanda externa e a contração dos créditos comerciais a partir de setembro (questão tratada a seguir). Devido aos novos fatores associados à crise, a redução do quantum de exportação no último trimestre de 2008 alcançou uma taxa muito maior do que a média do ano: 8,7%.

A crise também influenciou o desempenho das transações correntes mediante seu impacto sobre as rendas de investimento, que registraram um déficit recorde em termos históricos em 2008 (US\$ 41.107 milhões, 38,2% superior ao registrado em 2007). Mesmo que este resultado esteja associado, igualmente, a fatores conjunturais internos, como a maior lucratividade das empresas presentes no Brasil em 2007 e primeira metade de 2008 e a valorização do real até julho, ele foi impulsionado pelas maiores remessas de lucros e dividendos por parte das filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo de compensar perdas em outros mercados e para atender à necessidade de “caixa” no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de crédito.

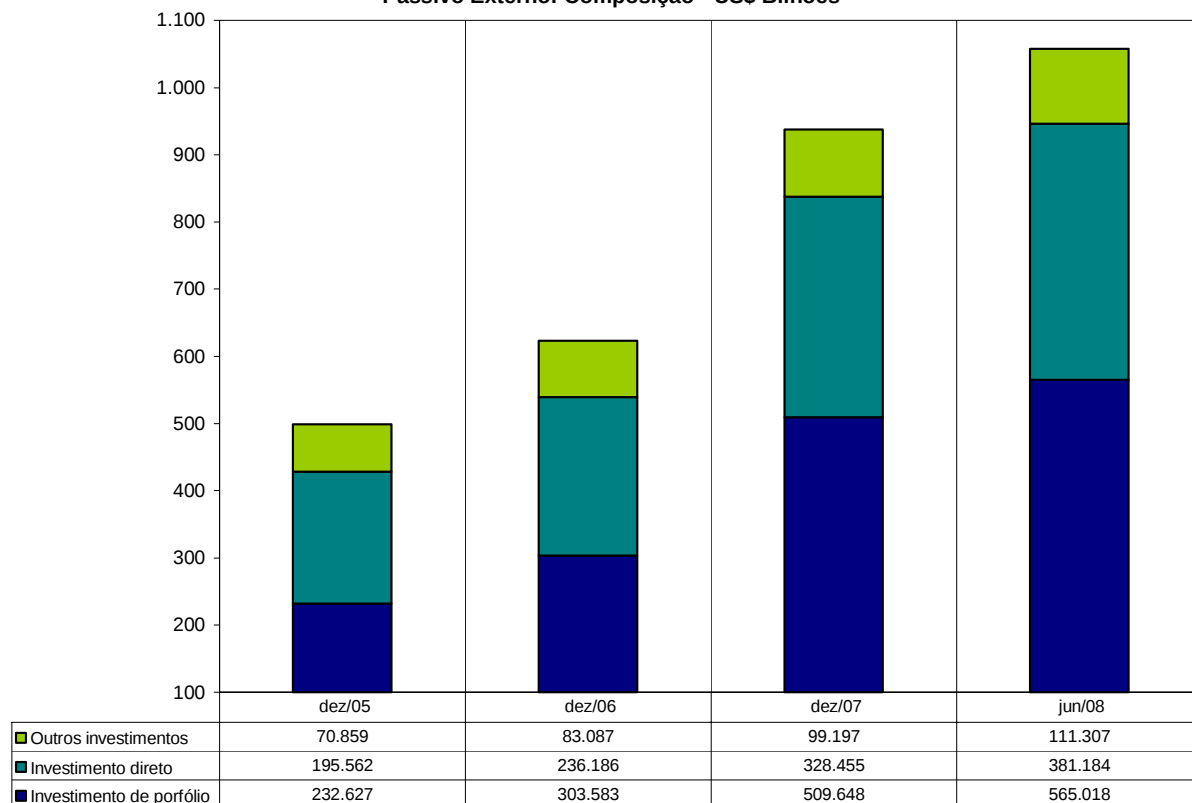
Valor, Preço e Quantum das Exportações - Jan-Dez 2008/ Jan-Dez 2007



Este aumento se manifestou desde o primeiro trimestre de 2008, ou seja, também antes do aprofundamento da crise após a quebra do Lehman Brothers. Somente no último trimestre, o volume dessas remessas não superou o registrado em igual período de 2007. A apreciável desvalorização do real no período foi um fator que concorreu para reduzir o montante em dólar das remessas. No ano como um todo, seu crescimento foi de 53,1% em relação a 2007, sendo responsáveis por 82,5% do aumento do déficit da conta de rendas de investimento. O restante dessa alta é explicado pela expansão das rendas de investimento de portfólio em ações (lucros e dividendos, que cresceram quase 50% frente ao ano anterior), também para cobrir prejuízos financeiros.

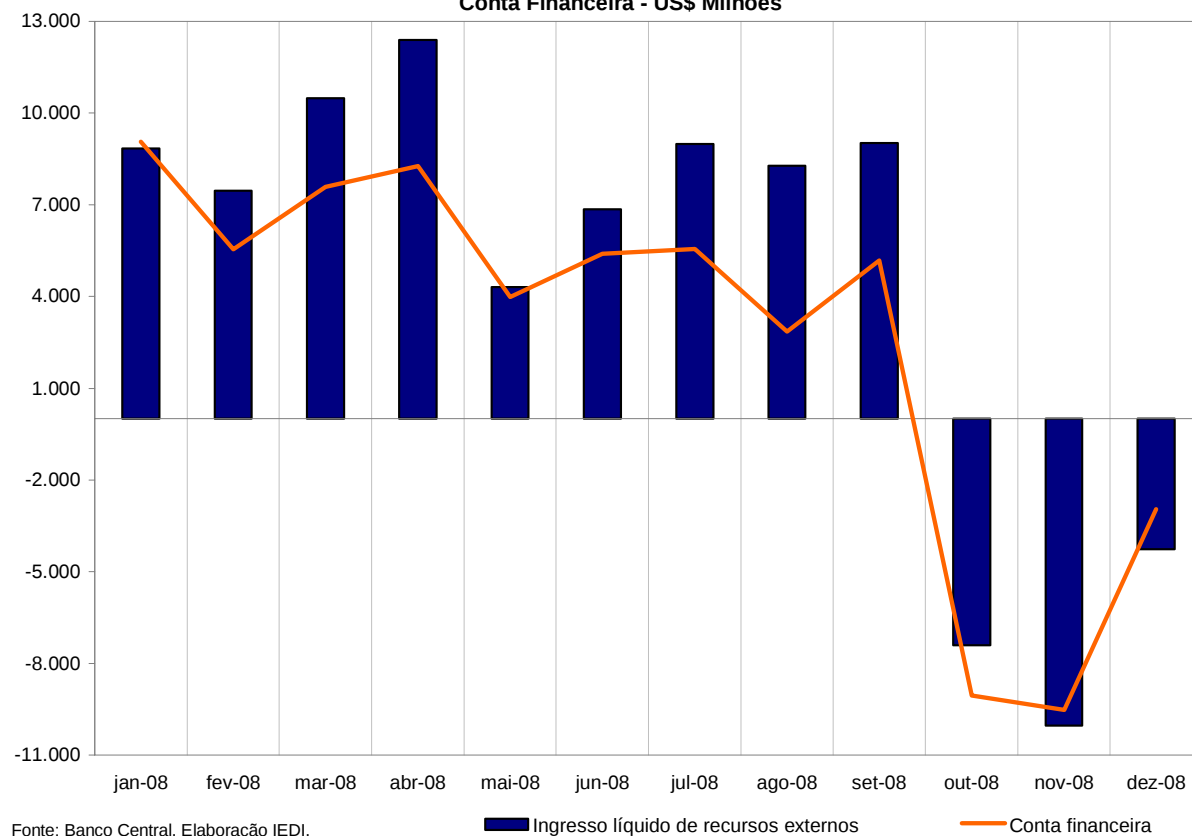
O crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores de portfólio em ações se revelou um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do país, reflexo de características estruturais (grau de internacionalização da estrutura produtiva e de abertura financeira) e da sua forte expansão nos últimos anos (112,3% entre dezembro de 2005 e junho de 2008), em especial em 2007 (50,7% frente a dezembro de 2006). Esta expansão decorreu, por sua vez, do aumento das aplicações de portfólio de não-residentes e, em menor medida, dos investimentos diretos estrangeiros (respectivamente, 142,9% e 94,9% no período como um todo e 67,9% e 39,1% em 2007).

Passivo Externo: Composição - US\$ Bilhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

Conta Financeira - US\$ Milhões



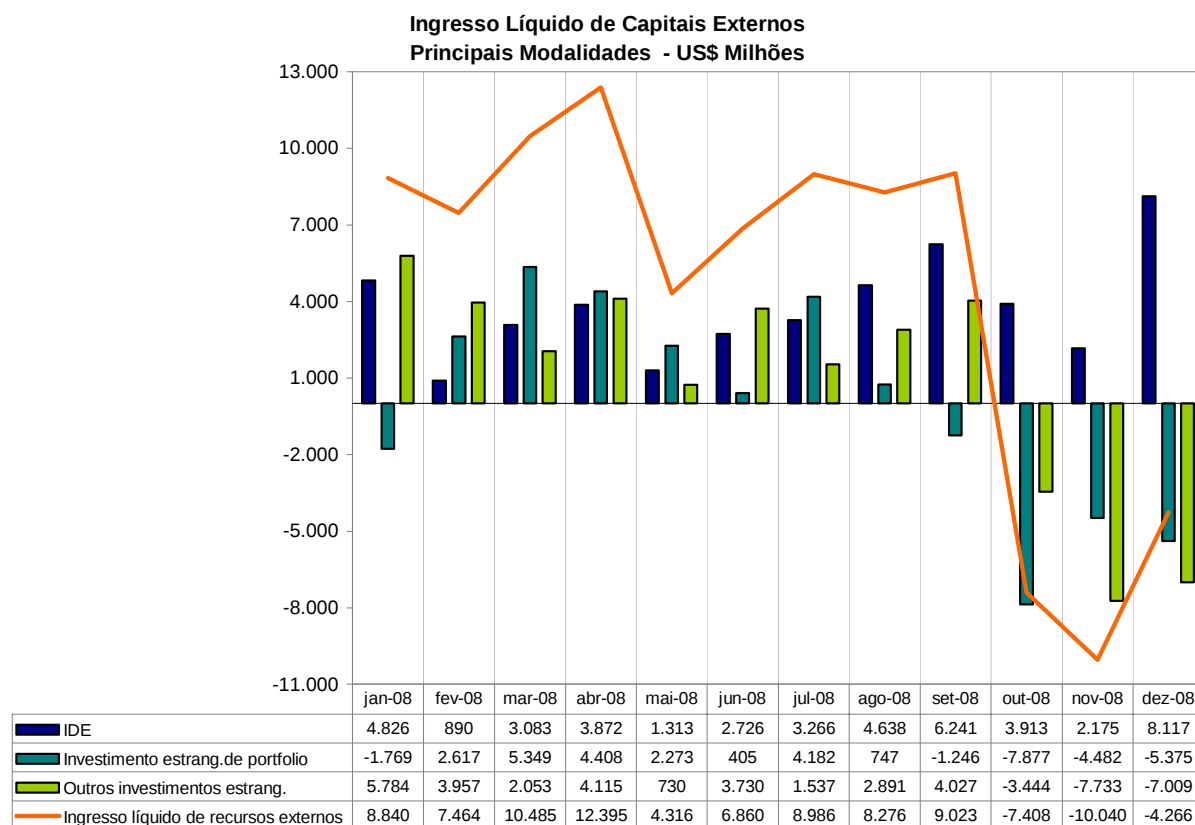
Fonte: Banco Central. Elaboração IEDI.

A dimensão e a composição do passivo externo brasileiro (com destaque para a alta participação dos investimentos estrangeiros de portfólio) também condicionaram os efeitos da crise sobre o ingresso líquido de recursos externos e, assim, sobre a conta financeira do balanço de pagamentos (que registra o fluxo líquido de capitais entre o país e o exterior). Esse ingresso tornou-se negativo no último trimestre do ano (ou seja, após o aprofundamento da crise), resultando em déficits mensais. No acumulado de outubro a dezembro de 2008, a conta financeira registrou déficit de US\$ 21.536 milhões, enquanto no ano como um todo seu valor foi positivo em US\$ 31.895 milhões.

O efeito-contágio da crise sobre o ingresso líquido de capitais externos nos três últimos meses de 2008, associado ao contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez em âmbito global, se deu mediante dois principais mecanismos de transmissão – a liquidação das aplicações de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior –, que contaminaram as duas modalidades de fluxos financeiros, “investimentos de portfólio” e “outros investimentos” (que engloba diversas modalidades de créditos, financiamentos e empréstimos), que se tornaram deficitárias, respectivamente, a partir de outubro e de novembro. Nesse contexto, o governo adotou um conjunto de medidas para atenuar a escassez de liquidez no mercado de câmbio e as pressões em prol da depreciação do real (ver Quadro do Anexo).

Antes de detalhar esses fluxos, é importante mencionar que os investimentos diretos externos (IDE) mantiveram-se favoráveis nesse período, mesmo se excluirmos a operação de venda pela Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) de parte de uma das suas subsidiárias no exterior, no valor de US\$ 3 bilhões, que inflou o resultado do IDE para dezembro. No trimestre final de 2008, o IDE somou US\$ 14.205 milhões, praticamente o mesmo valor do trimestre anterior, US\$ 14.145 milhões. No ano, chegou a US\$ 40.060 milhões (US\$ 34.585 milhões em 2007). Nesse caso, os fluxos favoráveis a despeito da crise internacional se explicam porque essa modalidade de capital estrangeiro tem um perfil menos volátil e um comportamento menos dependente das mudanças de conjuntura, em função das decisões passadas de produção e investimento.

Essas decisões foram estimuladas, de um ponto de vista geral, pelo maior crescimento da economia brasileira em 2007/2008. De forma mais particular, foram favorecidas pelas perspectivas de lucro nos setores produtores de commodities com alta cotação internacional (principalmente extrativa mineral e biocombustíveis) e nas indústrias baseadas em recursos naturais (como metalurgia e produtos alimentícios), dada a trajetória altista dos preços desses bens até meados de 2008, bem como pelo dinamismo do mercado interno (que favoreceu investimentos nas indústrias automobilística e de máquinas e equipamentos). Todavia, em 2009 o efeito-contágio da crise certamente atingirá adversamente os fluxos de IDE para o Brasil, devido a três fatores: contração da atividade econômica nos países de origem das matrizes, menor crescimento econômico doméstico e preços mais baixos das commodities.



Fonte: Banco Central.

No caso dos investimentos estrangeiros de portfólio, a crise mundial teve impacto contrário. Esses investimentos haviam experimentado desde 2007 um grande aumento em decorrência da crescente percepção externa da melhora do risco brasileiro, um processo que culminou com a obtenção do “grau de investimento” pelo país no final de abril de 2008. Em 2007, a entrada líquida nessa modalidade de capital externo chegou a US\$ 48.104 milhões (US\$ 9.076 milhões em 2006) e a US\$ 18.122 milhões de janeiro a agosto de 2008, mas mudaria de sinal nos quatro últimos meses do ano (-US\$ 18.979 milhões), concorrendo para o valor final também negativo de US\$ 767 milhões no ano como um todo. Cabe sublinhar que a fuga de recursos do país pela via dos investimentos estrangeiros em carteira corresponde a um montante que, pelo menos por enquanto, é perfeitamente suportável pelas reservas cambiais do país e, além disso, em grande medida foi neutralizada pela outra modalidade de inversão estrangeira, ou seja, o IDE. Certamente, o contágio das contas externas brasileiras teria tido proporções muito maiores não fora o “atraso” com que o país se aproximou do fluxo mundial de investimentos em carteira, cuja progressão em larga escala constituía uma das faces mais reveladoras da excepcional liquidez internacional do período que antecedeu a crise.

O *timing* e a intensidade do efeito-contágio da crise internacional diferenciaram-se entre as quatro principais modalidades das inversões estrangeiras em carteira. Os investimentos em ações no país foram os primeiros a serem contaminados, se tornando negativos a partir de

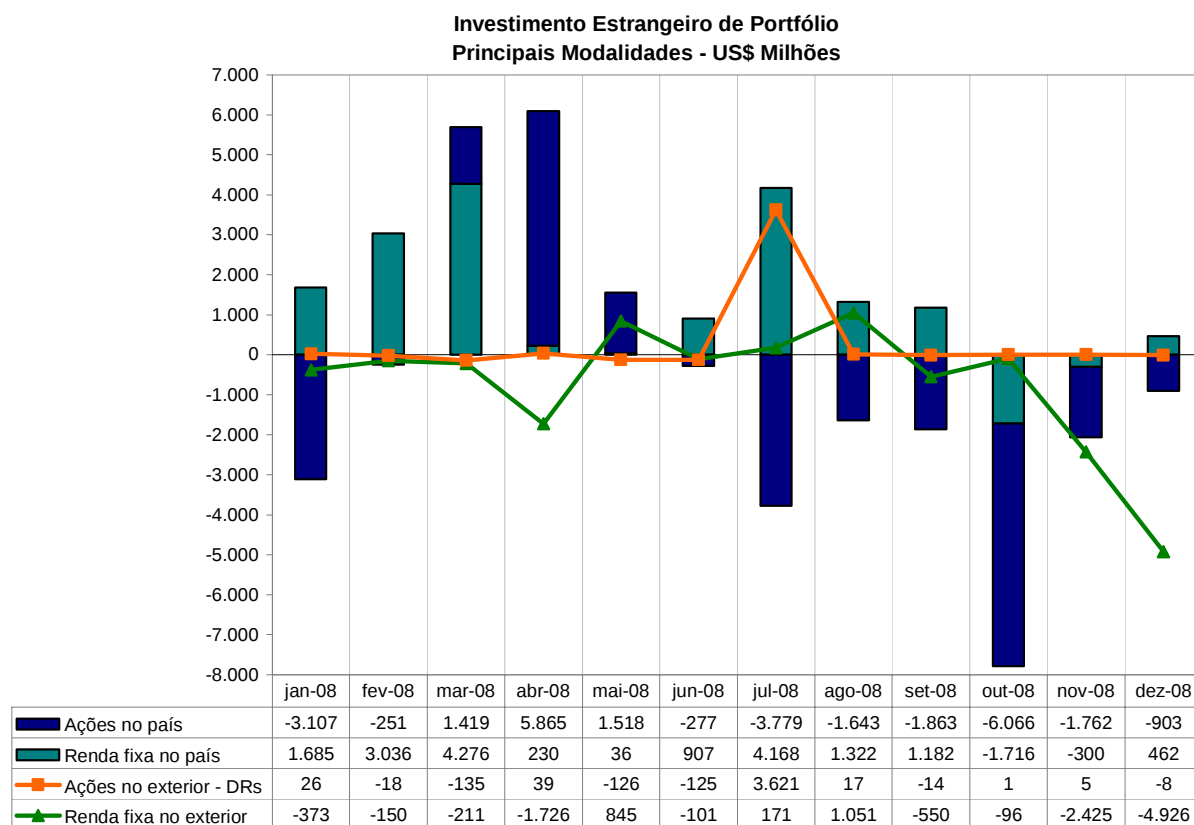
julho de 2008, em função da liquidação de posições dos investidores estrangeiros induzidas pela deflação dos preços das commodities. No entanto, nesse mês a forte saída de capitais da Bovespa foi praticamente compensada pelo aumento dos investimentos em ações no exterior (pelo mecanismo de *Depositary Receipts* - DRs), o que pode estar associado meramente à troca de posições no país por aplicações no exterior nas mesmas ações, induzida pelo aumento da percepção de risco cambial.

Em contrapartida, as modalidades de investimento em renda fixa foram afetadas somente após o aprofundamento da crise, com destaque para a emissão de títulos no exterior, que registrou uma saída de US\$ 7,4 bilhões no quarto trimestre, decorrente da não-renovação dos empréstimos no exterior na forma de *notes* e *commercial papers* e de títulos de curto prazo (papéis emitidos, respectivamente, pelas empresas não-financeiras e pelos bancos) no contexto de virtual paralisação dos fluxos de crédito no mercado internacional. Já as aplicações em renda fixa no país foram responsáveis pela saída de US\$ 2 bilhões no bimestre outubro-novembro, se tornando novamente positivas em dezembro (US\$ 462 milhões); assim, no último trimestre seu fluxo foi deficitário em US\$ 1,5 bilhão.

No acumulado de 2008, as modalidades “Ações no exterior” e “Renda fixa no país” também tiveram melhores desempenhos relativos, registrando saldos positivos de, respectivamente, US\$ 3,3 bilhões e US\$ 15,3 bilhões. O superávit ainda expressivo dos investimentos estrangeiros em títulos públicos no mercado doméstico (apenas 25% inferior ao recorde histórico de 2007) foi estimulado pelo aumento do diferencial entre os juros internos e externos – num contexto de reduções sucessivas da taxa de juros básica nos Estados Unidos e de elevação da taxa básica de juros brasileira – e pela evolução favorável do risco-país até agosto, antes do agravamento da crise internacional.

Esse superávit compensou, em grande parte, o saldo negativo das modalidades “Ações no país” e “Renda fixa no exterior” (US\$ 7,5 bilhões e US\$ 8,5 bilhões, respectivamente), atenuando a saída líquida de recursos externos do país, que atingiu US\$ 7,5 bilhões em 2008. O resultado dessas modalidades no último trimestre e no ano de 2008 como um todo revela que os principais canais de irradiação da crise sobre os investimentos estrangeiros de portfólio para o Brasil foram a liquidação de posições na Bovespa para compensar ou cobrir perdas em outros mercados e a forte retração do crédito securitizado (aquele captado mediante a colocação de títulos no exterior), que somente atingiu o Brasil e os demais países emergentes no último trimestre de 2008. Segundo o BIS¹, no terceiro trimestre as captações totais no mercado internacional de títulos de dívida já tinham apresentado uma forte redução na comparação com o trimestre anterior (de cerca de US\$ 1 bilhão para US\$ 247 milhões), associada às emissões líquidas negativas por parte dos residentes nos países desenvolvidos (liderados pelos norte-americanos).

¹ BIS. *Quarterly Review*. Basel: Bank of International Settlement, december, 2008.



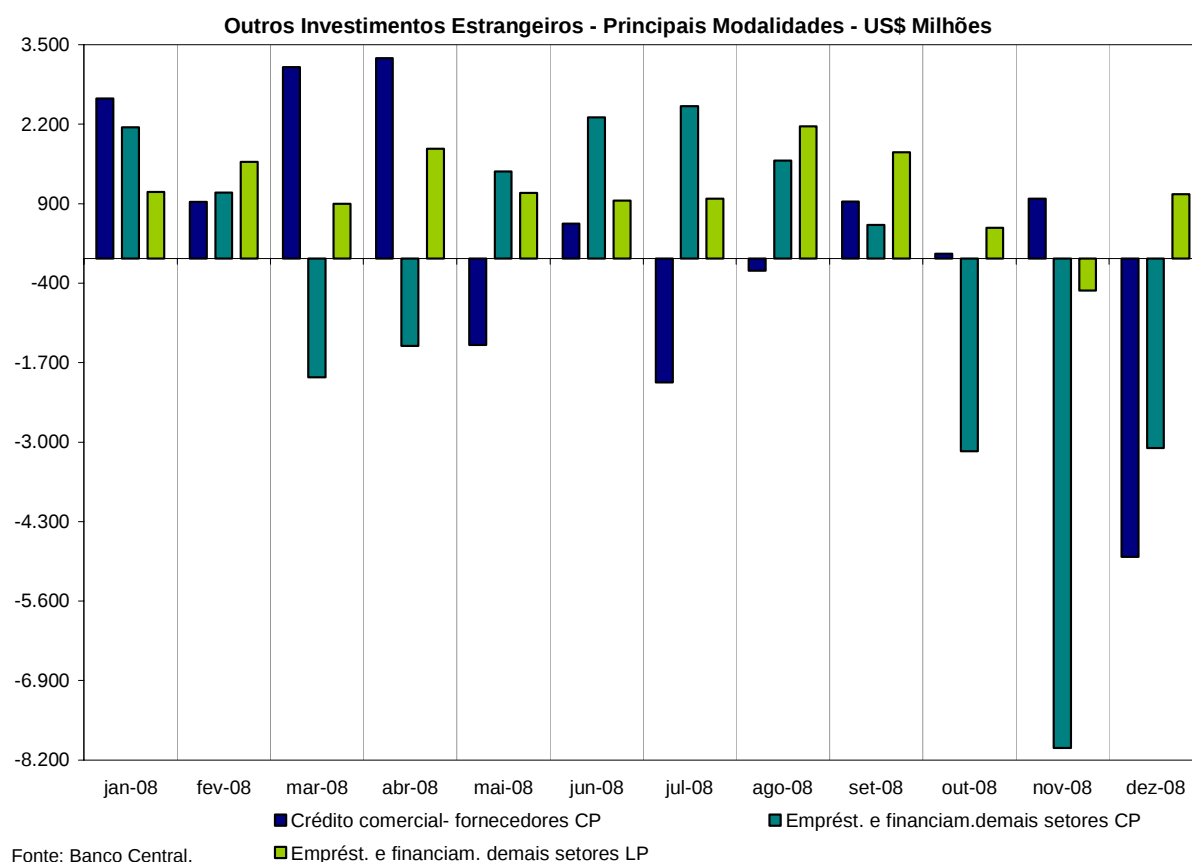
Fonte: Banco Central.

O contexto de maior preferência pela liquidez e da aversão ao risco no mercado financeiro internacional após a falência do Lehman Brothers também afetou o resultado dos “Outros investimentos estrangeiros” (onde predominam os desembolsos de empréstimos e financiamentos), que foram deficitários em US\$ 18.186 milhões no último trimestre de 2008, (+US\$ 8.456 milhões no terceiro trimestre e +US\$ 10.638 milhões no ano como um todo). Isto porque, este contexto provocou uma virtual paralisação do mercado financeiro internacional e contaminou as demais formas de crédito externo de curto prazo.

Os “Empréstimos e financiamentos – demais setores curto prazo”, que se referem à captação de linhas externas pelos bancos seja para realizar operações de arbitragem de juros, seja para conceder empréstimos ao comércio exterior, registrou um déficit de US\$ 14,25 bilhões no quarto trimestre de 2008, pior resultado em termos trimestrais da série histórica do Banco Central do Brasil (BCB), associado à impossibilidade de renovação dessas linhas. Já a modalidade “Crédito comercial - fornecedores de curto prazo” – que, como o próprio nome diz, envolve empréstimos contratados no exterior por empresas exportadoras ou importadoras junto a fornecedores – tornou-se deficitária somente em dezembro, quando apresentou um saldo negativo de US\$ 4,8 bilhões, uma vez que esses fornecedores foram igualmente afetados pelo congelamento do mercado internacional de crédito.

No acumulado de 2008, enquanto a modalidade “Empréstimos e financiamentos – demais setores curto prazo” foi deficitária em US\$ 2,9 bilhões, a modalidade “Crédito comercial - fornecedores CP” registrou um saldo positivo de US\$ 3,6 bilhões. Esse resultado, somado à captação líquida de 13,3 bilhões em empréstimos de longo prazo, foram os principais determinantes do ingresso líquido de US\$ 16 bilhões em “Outros investimentos”, que, assim,

ao contrário dos investimentos estrangeiros de portfólio, ainda registrou um resultado positivo em 2008 (apesar de corresponder a apenas 1/3 dos US\$ 31,9 bilhões de 2007).

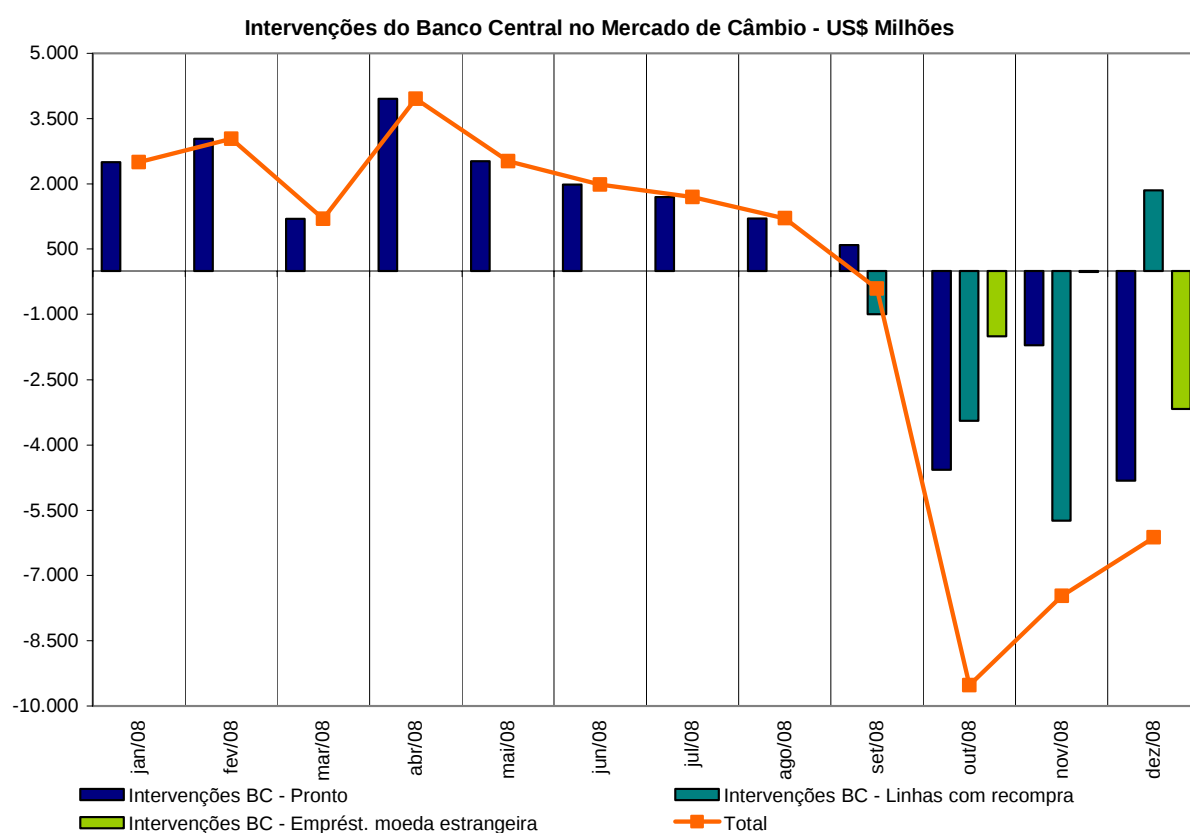


A retração dos fluxos de capitais exerceu pressões sobre a taxa de câmbio do real, que se depreciou 27,25% entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008. Considerando as médias de cotações mensais do dólar entre julho (mês de menor cotação no ano, R\$ 1,57) e dezembro (R\$ 2,34), a variação chegou a 49,2%. Todavia, ao contrário dos episódios anteriores de crises cambiais, a economia brasileira desta feita se encontrava numa posição menos vulnerável, em função do estoque recorde de US\$ 207,5 bilhões de reservas internacionais (superior à dívida externa pública, de US\$ 78,4 bilhões) e da posição ativa em dólares nas operações de *swaps* cambiais, que tornaram o governo credor líquido em moeda estrangeira.

Nesta situação inédita, o setor público obteve lucros com a desvalorização cambial, que contribuíram para que a sua dívida líquida atingisse o menor patamar em termos históricos (36% do PIB em dezembro de 2008). Ademais, o Banco Central contava com um leque bem mais amplo e poderoso de instrumentos para conter os efeitos da crise e do desarme das operações que antes promoviam a valorização da moeda nacional. Cabe observar que, devido a esses novos condicionantes na história econômica recente do país – reservas avolumadas e posição credora do setor público em moeda estrangeira –, o Brasil não sofreu propriamente um ataque especulativo contra o real com o agravamento da crise financeira mundial. A desvalorização do real a partir de setembro de 2008, que pode ser considerada elevada, poderia ter sido menor se o Banco Central tivesse adotado uma política mais francamente

ativa nos mercados cambiais, já que instrumentos para isso não lhe faltavam, ao contrário de episódios de crises anteriores. Em fins de dezembro de 2008, as reservas cambiais do país chegaram a US\$ 206,8 bilhões e a US\$ 200,8 bilhões em janeiro de 2009.

A atuação do Banco Central se pautou, entre setembro e dezembro pela venda de US\$ 23,5 bilhões no mercado de câmbio à vista mediante as intervenções tradicionais (denominadas de “pronto”) e duas novas modalidades (os leilões de dólares com compromisso de recompra e as linhas de empréstimos em moeda estrangeira destinadas ao financiamento do comércio exterior, instituídos em setembro e outubro, respectivamente). Por outro lado, interrompeu a rolagem dos contratos de *swaps* reversos e voltou a realizar leilões de *swaps* cambiais, nos quais assume uma posição passiva em dólar (ver Quadro do Anexo).



A atuação do BCB nos segmentos à vista e futuro do mercado de câmbio não foi suficiente para conter a depreciação do real devido, em especial, à presença de uma fonte adicional de demanda de dólares, que se somou à saída de recursos externos, qual seja: a desmontagem dos complexos contratos de derivativos cambiais realizados por várias empresas nos mercados de balcão doméstico e internacional num contexto de forte apreciação cambial. Essas empresas tinham assumido as posições vendidas nesses contratos, que realizam lucros neste contexto e, conseqüentemente, prejuízos com a desvalorização do real. Como detalhado na próxima seção, esses prejuízos também tiveram efeitos negativos sobre o mercado de crédito doméstico.

Voltando à questão cambial, como já se observou, o Banco Central brasileiro poderia ter sido mais ativo se entendesse como correta tal linha de atuação. Com isso, teria amenizado o problema que tanto o paralisou em promover reduções da taxa básica de juros nos meses de crise (a taxa permaneceu constante até janeiro de 2009, quando caiu de 13,75% ao ano para 12,75% ao ano, tendo nova queda em março para 11,25% a.a.), qual seja, o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação. A desaceleração muito forte no crescimento da economia devido à crise internacional restringiu a gravidade desse problema no presente contexto, o que libera a política monetária dos juros extraordinariamente altos praticados no país.

Em suma, ao contrário de outras oportunidades, o Brasil se valeu de mecanismos para se proteger dos impactos da crise internacional sobre suas contas externas. Em parte, esses mecanismos resultaram de ações de governo, que agora revelam sua serventia como amortecedores do contágio da crise externa. São os seguintes: a) o saldo comercial elevado, na faixa de US\$ 40 bilhões no ano que precedeu a crise internacional, ou seja, 2007; b) a atratividade que o maior crescimento econômico nos anos de 2007 e 2008 deu ao IDE, uma fonte de financiamento externo mais estável e que foi relevante como compensação da saída líquida de recursos em outras modalidades de capital estrangeiro no último trimestre de 2008; c) as reservas cambiais superiores a US\$ 200 bilhões que, por si só, inibem “ataques especulativos” contra a moeda nacional; e d) a posição credora líquida em moeda estrangeira conquistada pelo setor público brasileiro, um fator de estabilidade fiscal e das expectativas na economia. Esses condicionantes, aliados ao atraso relativo com que o Brasil se aproximou da farta liquidez internacional que precedeu a crise internacional, impediram que esta desencadeasse uma corrida contra o real e se traduzisse em uma crise de balanço de pagamentos.

O Efeito-contágio Sobre o Mercado de Crédito

A crise financeira internacional também afetou o mercado de crédito doméstico mediante vários canais de transmissão. Dois mecanismos se manifestaram desde a segunda metade de 2007 e induziram as empresas a demandarem mais recursos internamente, o que pressionou os custos de captação dos bancos via Certificados de Depósito Bancário (CDBs) e, assim, as taxas de juros do crédito.

Por um lado, a perda de dinamismo do mercado de capitais, cujo *boom* em 2007 dependeu amplamente da elevada participação dos investidores estrangeiros (que absorveram mais de 70% das IPOs realizadas). Já quando da primeira rodada da crise internacional, que teve início em julho daquele ano, a captação de recursos novos pelas empresas brasileiras mediante o mercado de capitais se restringiu significativamente.

Por outro lado, a retração das linhas de crédito internacionais – que também se apresentou com antecedência ao 15 de setembro, mas que se agravou fortemente no último trimestre de 2008 – teve impactos adversos tanto sobre os empréstimos bancários às empresas concedidos no país com base em *funding* externo (Adiantamentos dos Contratos de Câmbio - ACCs, repasses externos e financiamento às importações), como sobre a captação direta das empresas no mercado internacional (mediante empréstimos dos bancos ou emissão de títulos). Vale observar que os empréstimos com *funding* externo representavam no período imediatamente anterior à crise mundial cerca de 20% do saldo dos empréstimos totais às pessoas jurídicas concedidos com recursos livres pelas instituições financeiras atuantes no crédito no Brasil.

Convém destacar que, até o agravamento da crise internacional em setembro, o crédito doméstico supriu estas lacunas do mercado de capitais e do financiamento com recursos externos, respondendo elasticamente à maior demanda por parte das empresas. Dois outros fatores interligados concorriam para uma evolução ainda mais acentuada da demanda de crédito no mercado doméstico: a crescente atividade econômica e o forte impulso que se assistia nas decisões empresariais de investir, tornando maiores as necessidades de recursos das empresas para capital de giro e para investimento. Assim, às vésperas da crise internacional, assistia-se a uma inusitada evolução do crédito no país: o crédito qualificado para investimento do BNDES cresceu 21% de janeiro a agosto de 2008 (sobre igual período do ano anterior), enquanto o crédito bancário tradicional para as pessoas jurídicas aumentou 37,8% no mesmo período.

Nesse contexto de forte expansão creditícia, em muitos casos, as instituições financeiras passaram a adotar estratégias de risco, como a vinculação de empréstimos a contatos de derivativos cambiais (tema detalhado a seguir) e a captação de recursos mediante CDBs com liquidez diária após o prazo de dois a três meses, para títulos de até dois anos². Essa nova modalidade de captação surgiu no primeiro semestre de 2008, num contexto de acirramento da concorrência entre os bancos pela captação de recursos, desencadeado pela incidência do recolhimento compulsório sobre as operações de *leasing* a partir de fevereiro (operações que eram utilizadas como fonte alternativa de *funding* pelos controladores bancários). Essas estratégias resultaram em posições financeiras mais frágeis, o que aumentou a vulnerabilidade de parcela das instituições bancárias (em especial, as de menor porte) à reversão cíclica que viria a ocorrer a partir de setembro.

Com o aprofundamento da crise externa após a falência do banco Lehman Brothers em 15/09/2008, dois mecanismos adicionais de contágio entraram em operação. Em primeiro lugar, a realocação dos portfólios das filiais dos bancos estrangeiros; em segundo, os prejuízos das empresas em contratos de derivativos cambiais causados pela depreciação do real. Tais efeitos se fizeram presentes no sistema financeiro brasileiro em função de duas de suas características: seu grau elevado de internacionalização (apesar de inferior ao registrado no final dos anos 1990); e a existência de mercados de derivativos cambiais profundos e líquidos. Essas características, por sua vez, estão relacionadas entre si, na medida em que a presença de bancos estrangeiros, com *expertise* na montagem de operações com instrumentos derivativos, contribuiu para o desenvolvimento desses mercados.

A necessidade de fazer caixa para cobrir os elevados prejuízos nos mercados vinculados às hipotecas *subprime* levou os bancos internacionais não somente a contrair os créditos interfronteiras, mas também a encolher suas operações domésticas. Segundo o BIS (2009)³, já no terceiro trimestre de 2008 (último dado disponível), a maior redução efetuada por essas instituições nos ativos locais (*local claims*) ocorreu exatamente no Brasil (US\$ 56 bilhões). Ou seja, esse canal de transmissão também se manifestou antes do aprofundamento da crise em meados de setembro e determinou no mercado interno, além de uma retração dos empréstimos às pessoas físicas e jurídicas, a liquidação de aplicações financeiras, com destaque para CDBs de bancos nacionais de médio porte. Vale mencionar que essas aplicações tinham sido estimuladas pela maior rentabilidade oferecida por essas instituições que buscavam *funding* para ampliar suas captações após a imposição do recolhimento compulsório sobre as operações de *leasing*.

² Carvalho, M.C. Depósitos começaram a cair em agosto, *Valor Econômico*, 27 de outubro de 2008.

³ BIS. Statistical commentary on provisional location and consolidated international banking statistics ate end-september 2008. Basel: Bank of International Settlement, January, 2009.

Os bancos médios também foram especialmente afetados pelo segundo mecanismo adicional de contágio (as perdas das empresas com as operações de derivativos cambiais), em função da sua participação direta como contraparte em algumas dessas operações. Ademais, essas instituições foram as que mais sofreram com a crise de confiança que se instalou no sistema financeiro doméstico a partir da crise internacional e que seria agravada pela revelação das perdas das empresas com derivativos cambiais.⁴ A desconfiança fez com que grandes aplicadores (empresas, fundos de investimento, fundos de pensão) recuassem em suas operações com bancos de menor porte e se concentrassem nos maiores bancos e nas grandes instituições bancárias estatais.

O aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados em momentos de instabilidade cambial (como em 1998 e 2002) é um fenômeno recorrente na economia brasileira, onde a existência de títulos públicos indexados à taxa Selic e o curto prazo das operações de crédito facilitam a recomposição dos ativos dessas instituições diante de quaisquer situações identificadas como de maior risco. Mas, desta feita, um motivo adicional explica o empocamento inédito da liquidez no mercado interbancário e a abrupta contração do crédito.

Os complexos contratos de derivativos cambiais de balcão no mercado doméstico (registrados na Câmara de Liquidação e Custódia registrado - Cetip) e internacional (onde são negociados os *Non-Deliverable Forward* – NDF) foram realizados, segundo fontes da imprensa, por cerca de 220 empresas num contexto de forte apreciação do real. Do ponto de vista das empresas exportadoras tais contratos originalmente objetivavam protegê-las da recorrente valorização da moeda. Contudo, seu objetivo passou a envolver a obtenção de ganhos financeiros e a redução do custo dos empréstimos bancários, por parte de empresas exportadoras e não exportadoras. Esses contratos foram introduzidos no país por bancos estrangeiros e privados nacionais de grande porte, mas logo constariam do leque de produtos dos bancos menores. Segundo informações obtidas na imprensa especializada⁵, foram principalmente essas instituições que ofereceram aos seus clientes (em geral, pequenas e médias empresas) um desconto no custo das dívidas contraídas (enquanto a trajetória do real era de apreciação) em troca da realização desses contratos.

Com a abrupta desvalorização do real após o aprofundamento da crise em meados de setembro, as perdas das empresas vieram à tona. Em relação ao volume total envolvido, há informações somente sobre os contratos firmados no Brasil (em torno de R\$ 60,5 bilhões, dos quais R\$ 39,5 bilhões em posições vendidas – que realizam perdas com a depreciação do real – no dia 8/10/2008⁶) onde, ao contrário do mercado internacional e dos demais países, as operações de balcão são registradas (na Cetip).

Nesse contexto, também segundo informações da imprensa, alguns bancos enfrentaram problemas de liquidez devido aos ajustes de margem nessa câmara e na BM&F (o mercado organizado de derivativos doméstico, onde realizavam o *hedge* de suas posições no mercado de balcão) e ficaram ameaçados de descumprimento dos contratos (risco de contraparte). O clima de incerteza em relação aos volumes e, principalmente, quanto às instituições e

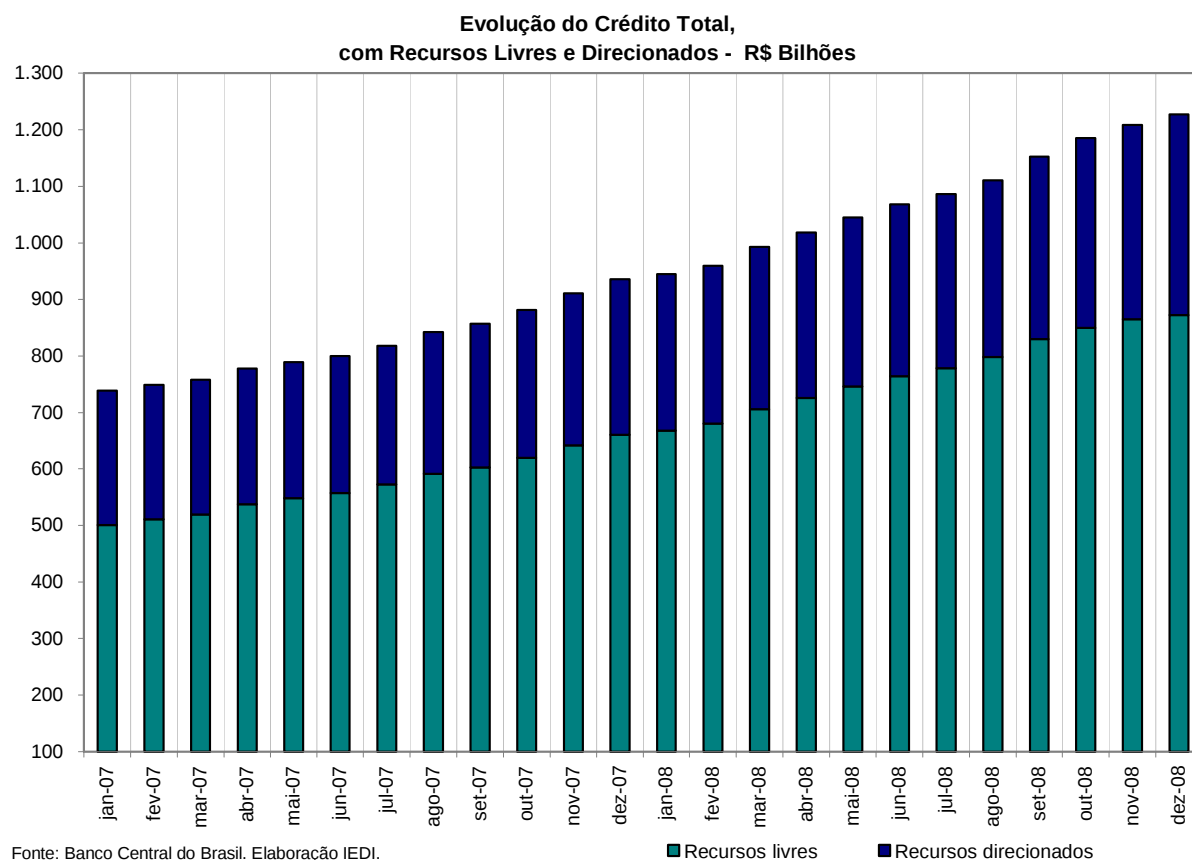
⁴ Safatle, C. Fundo pode garantir o crédito privado, *Valor Econômico*, 5 de fevereiro de 2009, p. C1.

⁵ Ver: Lucchesi, Cristiane; Balarin, Raquel; Valenti, Graziella. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311, *Valor Econômico*, 8 de outubro de 2008, p. C1; Brandimarte, Vera; Balarin, Raquel; Tatiana Bautzer. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos, *Valor Econômico*, 8 de outubro de 2008, p. C1; Modé, Leandro; Barbosa, Mariana. Dólar dispara e empresas voltam a buscar proteção, *O Estado de São Paulo*, 9 de outubro de 2008.

⁶ Romero, Cristiano. BC avalia o tamanho do estrago com câmbio, *Valor Econômico*, 15 de outubro de 2008, p. A2.

empresas envolvidas nas operações de derivativos contribuiu para uma virtual paralisa dos negócios no interbancário e para a deterioração das condições de crédito (volumes e custo). Os bancos de menor porte foram os mais afetados devido à sua maior dependência das captações nesse mercado, que foi agravada pela venda dos CDBs pelas empresas que precisavam de recursos para honrar os compromissos nos contratos de derivativos.⁷ Por isso, a crise de liquidez que teve início no sistema financeiro brasileiro após o agravamento da crise econômica internacional não foi um processo geral, mas sim restrito às instituições bancárias de menor porte. Diante desse quadro, uma sucessão de medidas foi acionada pelo governo brasileiro para atenuar a restrição de liquidez em moeda doméstica especialmente no caso dessas instituições (ver Quadro do Anexo).

A gravidade da contração do crédito na economia brasileira não se reflete inteiramente nos dados de evolução do estoque total das operações de crédito doméstico, que, devido principalmente aos mecanismos de indexação, mantiveram uma trajetória de aumento no último trimestre de 2008, atingindo R\$ 1,23 trilhão (41,3% do PIB) em dezembro, valor recorde da série histórica do Banco Central (que se inicia em meados de 1994). Desse total, R\$ 872 bilhões (71%) correspondiam aos créditos com recursos livres (que podem ser alocados a critério do agente financeiro com taxas livremente pactuadas entre as partes) e R\$ 355,5 bilhões (29%) aos créditos com recursos direcionados (ou seja, as exigibilidades sobre os depósitos bancários, à vista e de poupança, os fundos de natureza parafiscal e os fundos regionais).

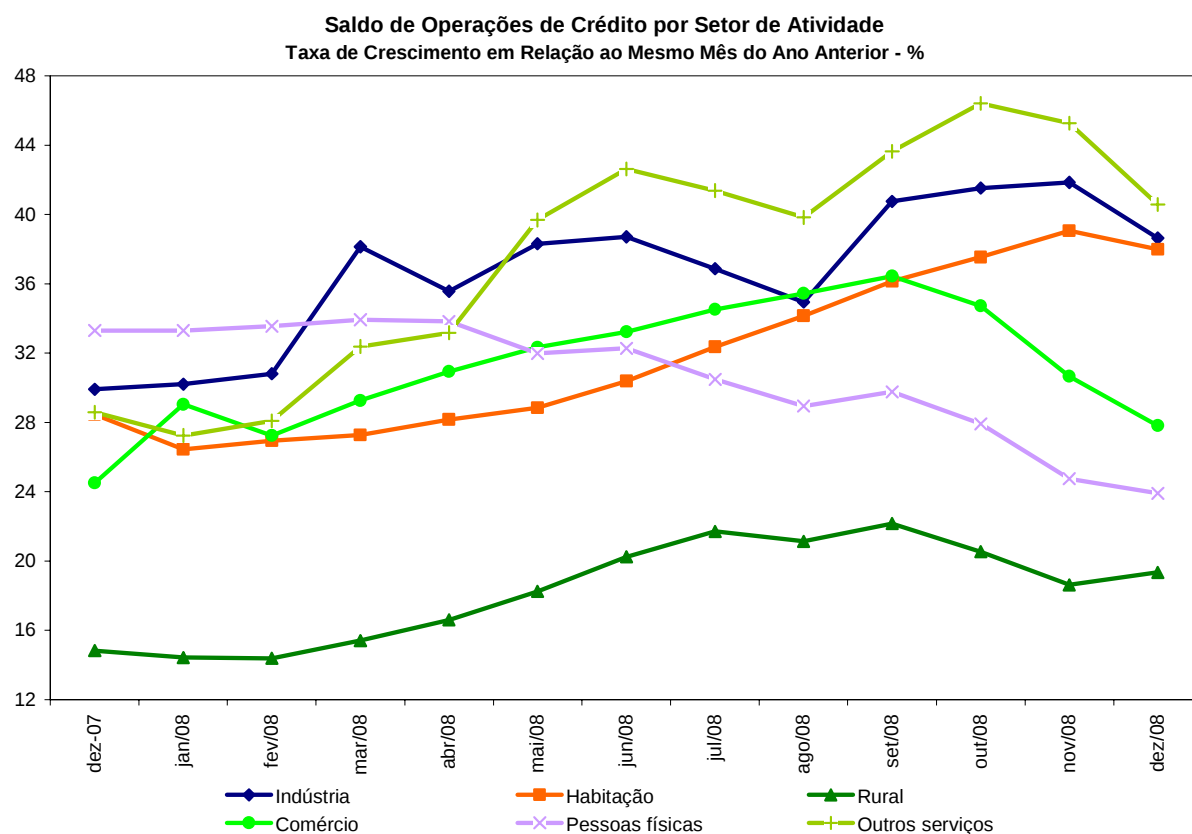


⁷ Romero (2008, op.cit.).

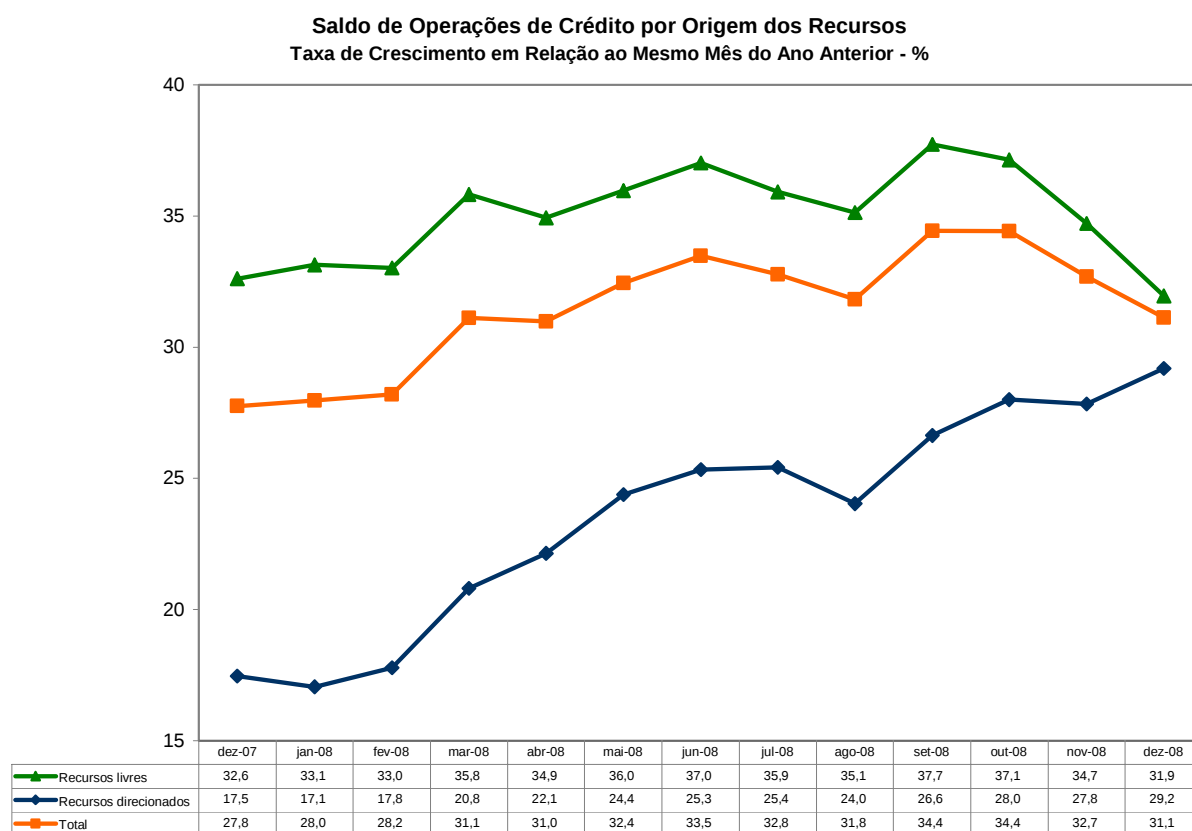
Todavia, o impacto adverso da crise de confiança e dos demais canais de contágio sobre o mercado de crédito doméstico pode ser apreendido na análise desagregada das taxas de crescimento das diversas modalidades de empréstimos, que revela importantes mudanças na sua dinâmica no último trimestre de 2008.

Em agosto, no limiar do aprofundamento da crise financeira internacional, o crédito no país mostrava um aquecimento inédito, como já foi visto, processo este ancorado na expansão dos financiamentos ao setor privado (que inclui recursos livres e direcionados), especialmente aos setores da indústria, do comércio e dos outros serviços. O crédito habitacional também cresceu a taxas mais elevadas nos oito primeiros meses de 2008, beneficiado, por sua vez, pelo *boom* da construção civil e pelas regras do Sistema Financeiro de Habitação em relação à alocação dos depósitos de poupança nessa modalidade de crédito.

Já os empréstimos para as pessoas físicas (exclusive habitação), que foram os principais determinantes da trajetória altista do crédito total entre 2003 e 2007 (com destaque para o crédito com desconto em folha de pagamento e para aquisições de veículos), passaram a crescer a taxas menores em 2008 (mesmo que ainda elevadas). Do lado da demanda de crédito, o endividamento para a aquisição de bens duráveis necessariamente perde ímpeto na medida em que as famílias repõem o estoque desses bens. Do lado da oferta, os bancos tornam-se mais cautelosos, pois a ampliação do crédito passa a depender, cada vez mais, da incorporação de tomadores de pior qualidade na carteira de empréstimos e, com isso, mais vulneráveis a problemas de inadimplência. Ao longo de 2008, era claramente cadente a taxa de evolução do crédito para pessoas físicas.



É preciso reforçar a observação já feita de que o forte crescimento do crédito bancário doméstico aos setores empresariais até agosto estava associado ao ciclo de investimento em curso desde 2007, bem como à escassez das fontes alternativas de financiamento (mercado de capitais e recursos externos), que se retraíram desde o segundo semestre de 2007. Neste contexto, as empresas recorreram não somente aos empréstimos destinados a investimentos concedidos pelo BNDES, mas também ao crédito com recursos livres para obter o chamado “fundo rotativo” (*finance*), destinado à aquisição de matérias-primas e ao financiamento de vendas e de inversões mais “leves”, como certos tipos de máquinas, equipamentos e instalações.⁸



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

A partir de setembro, contudo, o saldo dos financiamentos com recursos livres desacelerou-se fortemente e várias empresas, que tinham deslanchado decisões de produção e investimento e contavam com a manutenção das linhas dos bancos privados (principalmente, nas modalidades capital de giro e conta garantida) se depararam com a impossibilidade de renovar esse fundo e, assim, dar continuidade à evolução de suas operações. Nesse sentido, a desaceleração da taxa de crescimento do crédito no segmento de pessoa jurídica - de 45% em setembro relativamente a setembro de 2007 para 39,2% em dezembro (contra o mesmo mês do ano anterior), uma queda de quase 6 pontos percentuais (p.p) - significou, diante do quadro

⁸ Travaglini, Fernando. Dispara o crédito para empresas, *Valor Econômico*, 7 de julho de 2008a.

de necessidades ampliadas de renovação do fundo rotativo “finance”, uma restrição do crédito para as empresas.

Ademais, a referida desaceleração só não se refletiu de forma mais intensa nos números oficiais de evolução do crédito em função do efeito da variação cambial sobre o estoque em reais das modalidades com recursos externos: de setembro a dezembro, este estoque cresceu 24,3%, percentual bastante inferior à depreciação acumulada da moeda nacional (43%); descontando essa depreciação, esse estoque diminuiu 15% no período. Ou seja, o saldo do crédito a pessoas jurídicas com *funding* externo manteve-se em expansão devido exclusivamente ao “efeito-câmbio”, o qual também contaminou a taxa de crescimento do crédito total com recursos livres para pessoas jurídicas.

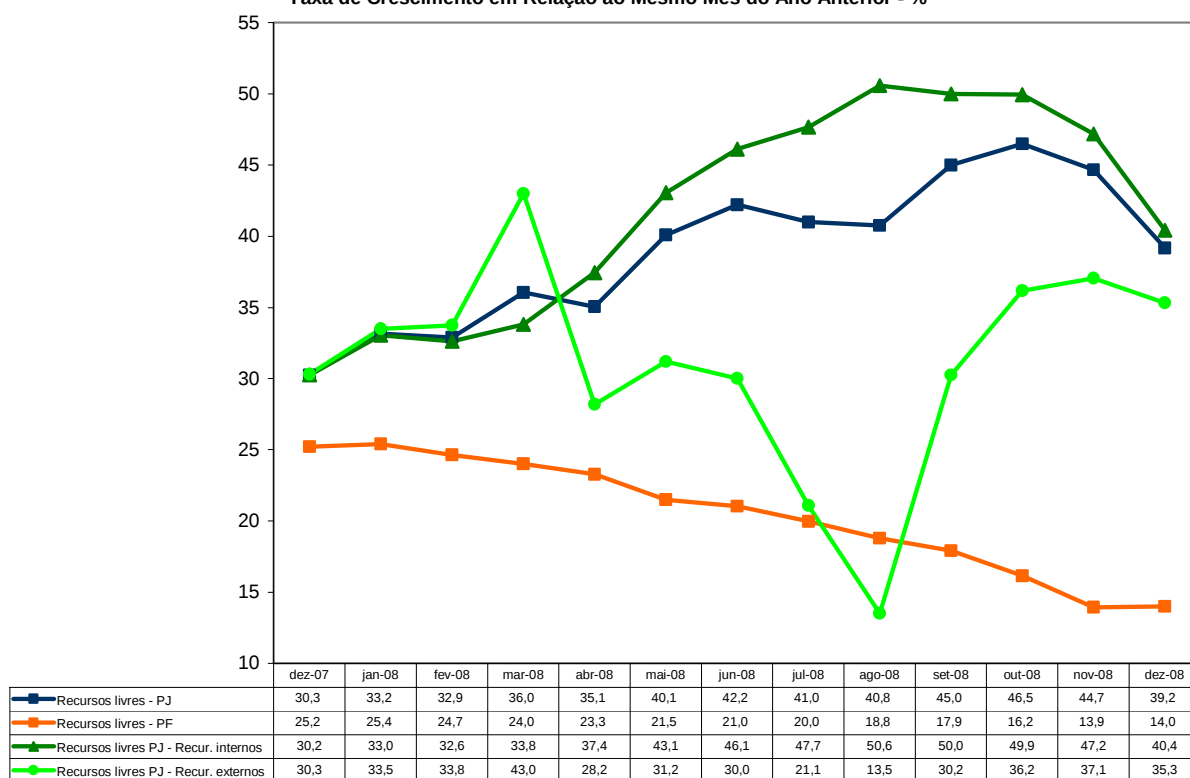
Se considerarmos somente o crédito às pessoas jurídicas com base em recursos internos, a taxa de crescimento recuou de um patamar de 50% em setembro e outubro (com relação a esses mesmos meses de 2007) para 40,4% em dezembro, uma queda expressiva, de quase 10 pontos percentuais (p.p) em apenas dois meses. A restrição de crédito, como costuma ocorrer, dificultou especialmente o acesso aos financiamentos por empresas de menor porte.

A estabilidade desta taxa de variação do crédito na passagem de setembro para outubro, por sua vez, pode ser explicada, principalmente, por dois fatores. Em primeiro lugar, aos empréstimos de cerca de R\$ 8 bilhões contraídos junto a uma grande instituição bancária pública pela Petrobrás no mercado interno, diante da virtual paralisia das linhas externas. Em segundo lugar, os efeitos expansionistas sobre o estoque de crédito dos empréstimos vinculados a contratos de derivativos cambiais: por um lado, os bancos, por razões contratuais, concederam novos recursos para que seus clientes honrassem seus compromissos na Cetip e na BM&F⁹ (ou seja, parte dos prejuízos das empresas nesses contratos se transformaram em crédito bancário); por outro lado, a depreciação do real ampliou o custo e, assim, o valor desses empréstimos.

Já o crédito com recursos livres para pessoas físicas (baseado, somente, em recursos internos) sofreu uma desaceleração menos intensa (de 3,9 p.p) no último trimestre, já que a restrição de financiamento em certas linhas foi compensada pelas modalidades de “cheque especial” e “cartão de crédito”, as únicas que passaram a crescer a taxas mais elevadas. Como cabe observar, essas modalidades, que têm custo substancialmente mais elevado, constituem empréstimos rotativos, cujos limites são concedidos por certo prazo, em geral, seis meses, não podendo ser cancelados fora desse prazo. No caso de outras linhas não-rotativas, como crédito pessoal, aquisição de bens duráveis e aquisição de veículos, sofreram retração após o aprofundamento da crise no quarto trimestre de 2008, especialmente nesse último caso, seja por problemas em instituições líderes no segmento, seja pelas dificuldades de venda das carteiras de crédito (via securitização de recebíveis ou cohabitação) pelos bancos de menor porte, que constituía sua principal fonte de *funding* nos últimos anos. O governo central (através do Banco do Brasil) e governos estaduais (como o governo do Estado de São Paulo) ofereceram linhas de financiamento no caso do crédito para aquisição de veículos como tentativa de minimizar o problema.

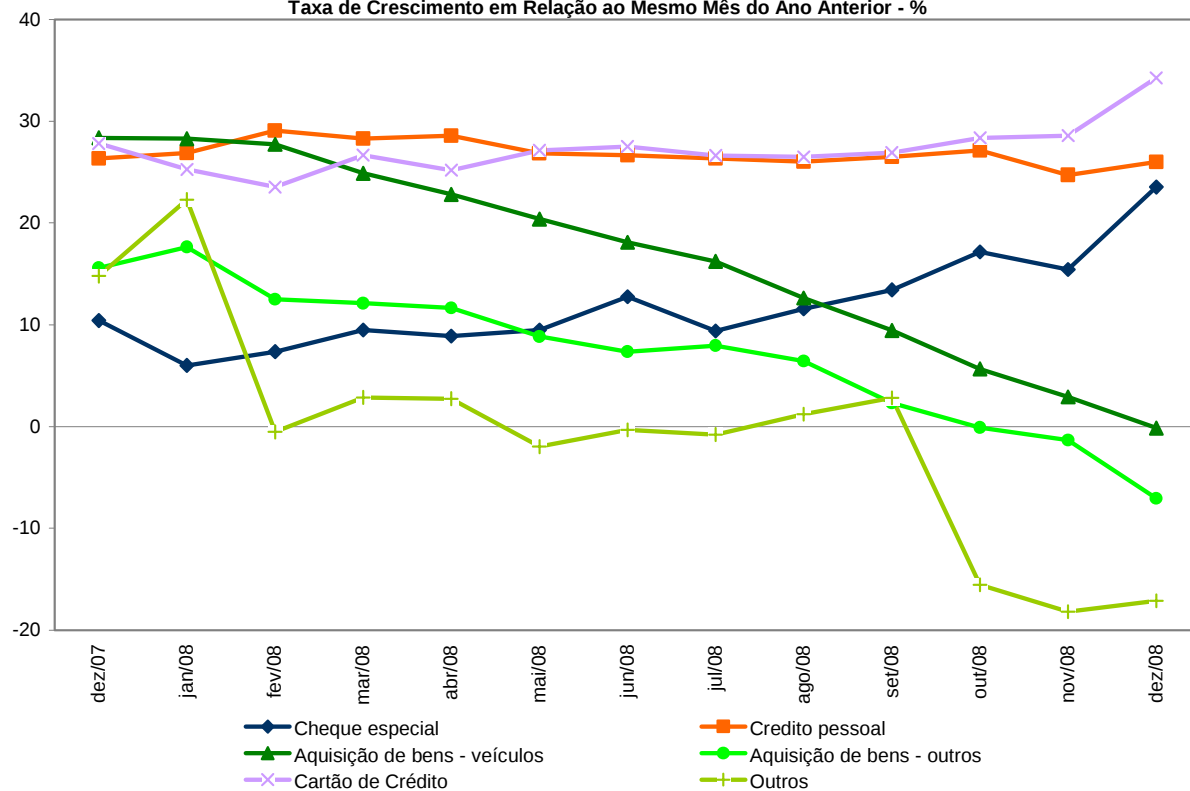
⁹ Romero, Cristiano. Câmbio e crédito: os desafios do BC, Valor Econômico, 5 de novembro de 2008, p. A2.

Saldo de Operações de Crédito com Recursos Livres
Taxa de Crescimento em Relação ao Mesmo Mês do Ano Anterior - %



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

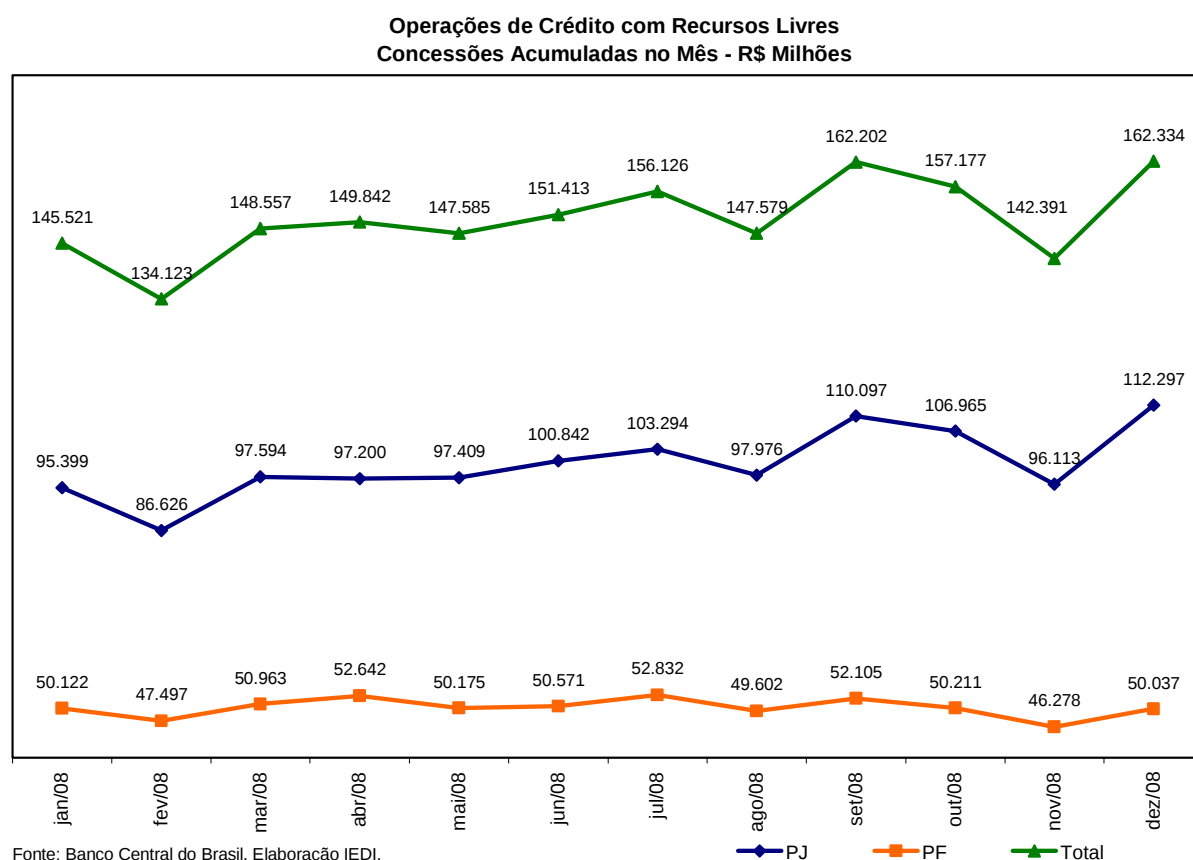
Saldo de Operações de Crédito para Pessoas Físicas
Taxa de Crescimento em Relação ao Mesmo Mês do Ano Anterior - %



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

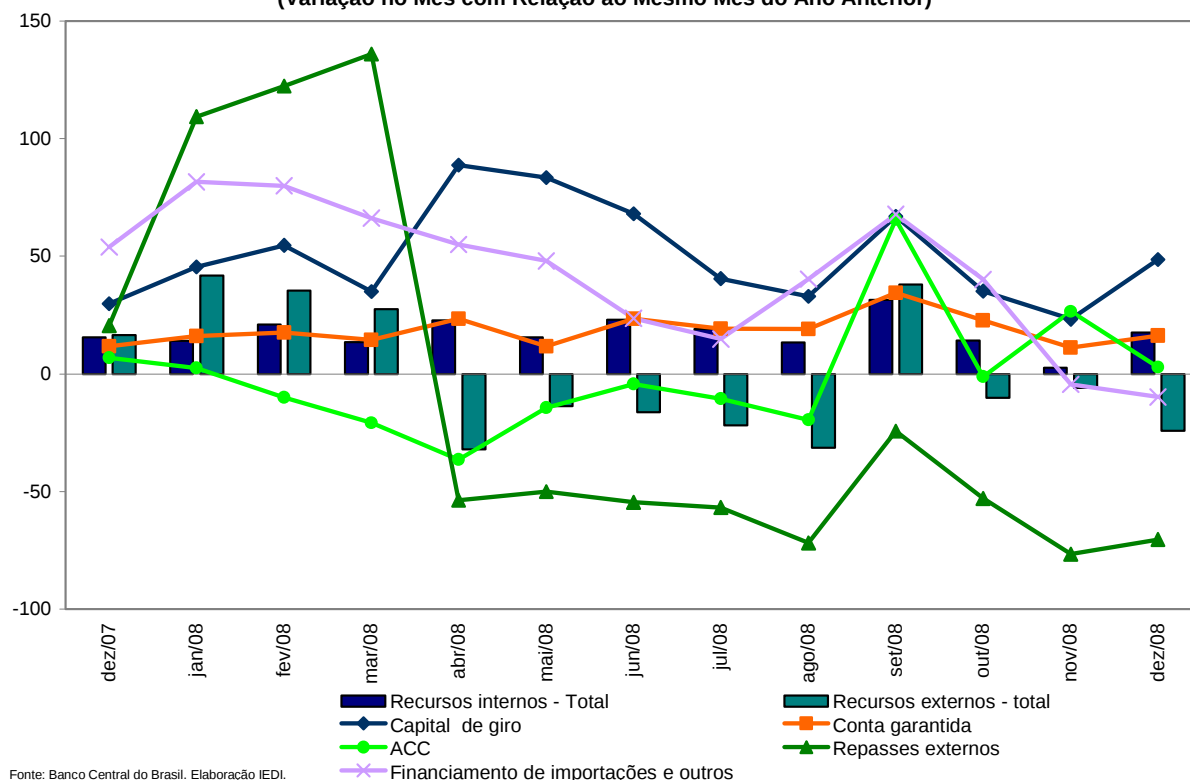
As séries relativas aos estoques de empréstimos, apesar de apresentarem uma maior inércia, são mais apropriadas para a análise da disponibilidade de crédito na economia do que os dados das concessões acumuladas no mês, que, da forma como são divulgadas pelo Banco Central brasileiro se referem ao fluxo bruto de empréstimos concedidos pelos bancos e, com isso, não incluem o pagamento do serviço de dívida (juros e amortizações). Contudo, vale apresentar, igualmente, a evolução dessas concessões, disponíveis somente para o segmento de recursos livres. Os dados mostram uma retração do crédito em novembro frente a outubro (de 9,4%), mais intensa no segmento de pessoa jurídica (10,1%), do que no de pessoas físicas (7,8%). Em dezembro, as concessões totais retornam ao patamar de setembro, em função da recuperação do segmento de pessoa jurídica, ancorada nas linhas baseadas em recursos internos.

No caso das linhas com *funding* externo, chamam atenção as taxas de crescimento negativas das modalidades ACCs e repasses externos desde fevereiro e abril, respectivamente, certamente reflexo da contração das linhas internacionais que ocorre já no primeiro semestre. A partir de setembro, no entanto, os valores das concessões no âmbito dessas linhas também são contaminados pela depreciação do real. Uma fonte alternativa de informação no caso dos ACCs e demais modalidades de crédito comercial refere-se ao movimento de câmbio contratado nas modalidades “ACC” e “Pagamento Antecipado de Exportação - PA”¹⁰. Esses dados, que não são distorcidos pelo “efeito-câmbio” por serem denominados em dólares, mostram um recuo expressivo dessas modalidades a partir de setembro.

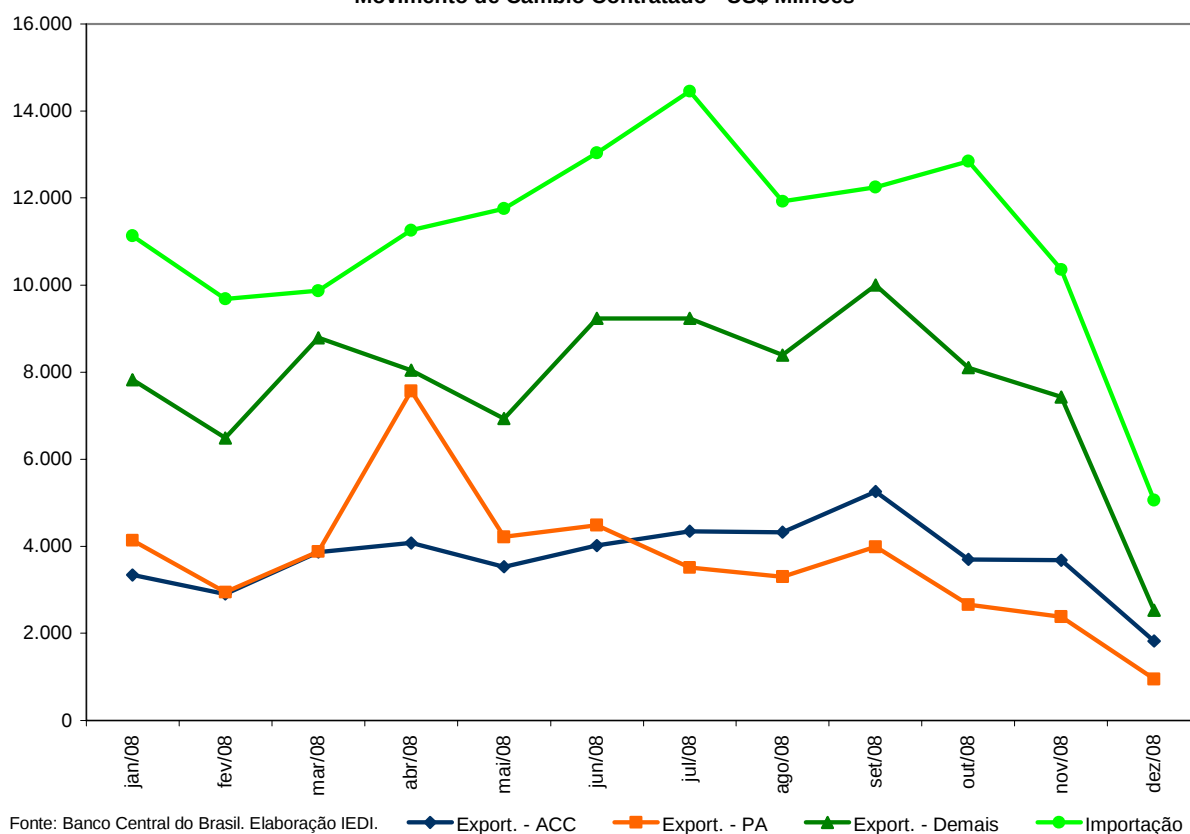


¹⁰ PA é a modalidade de contratação de câmbio para uma exportação na qual o exportador brasileiro recebe financiamento do exterior (de um banco ou comprador) e fica com um passivo não em moeda, mas em mercadoria. Em alguma data futura a mercadoria será embarcada e a operação encerrada.

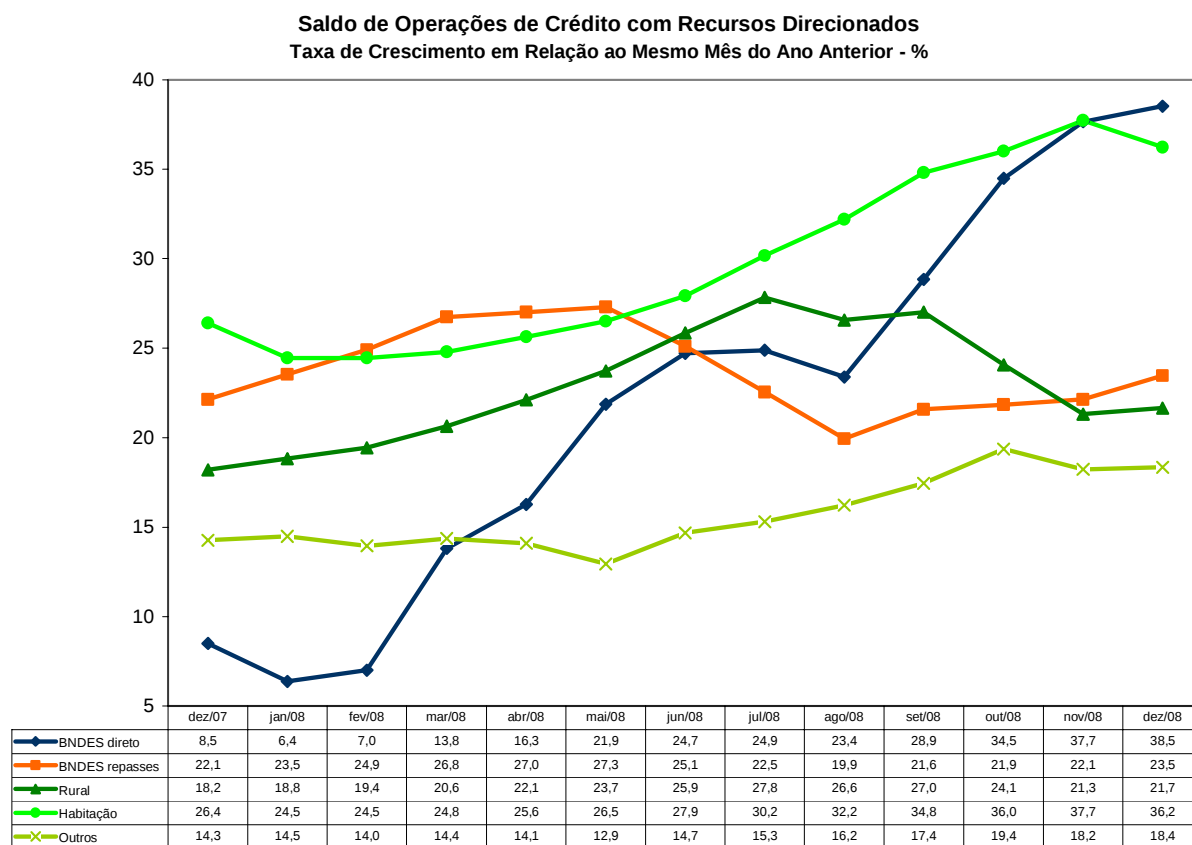
**Operações de Crédito Referencial para
Taxa de Juros - Concessões Pessoa Jurídica - %
(Variação no Mês com Relação ao Mesmo Mês do Ano Anterior)**



Movimento de Câmbio Contratado - US\$ Milhões



Simultaneamente à desaceleração do crédito com recursos livres do sistema bancário, as chamadas operações com recursos direcionados (com destaque para o crédito rural obrigatório, financiamentos do BNDES, crédito imobiliário com recursos dos depósitos de poupança) ganharam impulso no último trimestre do ano, o que ajuda a explicar o menor recuo da taxa de crescimento do crédito total (de 3,3 p.p) em relação ao crédito com recursos livres. O ritmo de expansão dessas operações elevou-se de forma praticamente contínua desde 2007, impulsionado pelo maior dinamismo dos investimentos (e conseqüente demanda sobre os recursos do BNDES) e pelo *boom* da construção civil (com impacto sobre o crédito imobiliário concedido com recursos da poupança), mas a aceleração observada a partir de setembro reflete, principalmente, um comportamento anti-cíclico, com destaque para as operações do BNDES-direto, cuja taxa de crescimento avançou quase 10 pontos percentuais (p.p) entre setembro e dezembro, ou seja, praticamente na mesma intensidade da desaceleração do crédito com recursos livres para pessoas jurídicas com *funding* interno. Apesar da sua importância como forma de compensação da escassez de crédito, sobretudo para o investimento, as operações do BNDES-direto não poderiam aliviar a situação de acesso ao crédito das empresas de menor porte.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

Os principais responsáveis pelo aumento do ritmo de expansão dos empréstimos com recursos direcionados foram os bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal – CEF e Banco do Brasil – BB), que atuaram de forma anti-cíclica para atenuar os efeitos adversos do *credit crunch* no mercado doméstico, seja expandindo o crédito direcionado, seja adquirindo carteiras de crédito dos bancos privados (caso da CEF e do BB) (ver Quadro do Anexo). Esta

atuação se iniciou em setembro e transparece na expressiva aceleração da taxa de crescimento dos empréstimos do sistema financeiro público, que passou de 30,4% em agosto de 2008 (na comparação com agosto de 2007) para 39,5% em dezembro desse mesmo ano (frente a dezembro do ano anterior), uma alta de 9,1 p.p.. Conseqüentemente, a participação dos bancos públicos no total das operações de crédito aumentou de 34,2% em setembro (mesmo patamar dos meses anteriores) para 36,3% dezembro com elevação de mais de 2 p.p.

Em contrapartida, o crédito concedido pelos bancos privados nacionais e pelos bancos estrangeiros seguiu um caminho inverso, se desacelerando, respectivamente, 10,1 p.p e 3,8 p.p. Apesar de o BCB não disponibilizar as séries das operações de crédito por propriedade de capital por origem de recursos, é possível sustentar a hipótese de que o recuo menos intenso do crédito total ofertado pelos bancos estrangeiros, que têm acesso mais fácil ao *funding* externo, deve estar associado à maior importância dos empréstimos indexados à variação da taxa de câmbio neste grupo, que foram inflados pela depreciação do real, o que também explicaria o aumento da sua participação no total das operações de crédito em setembro e outubro.

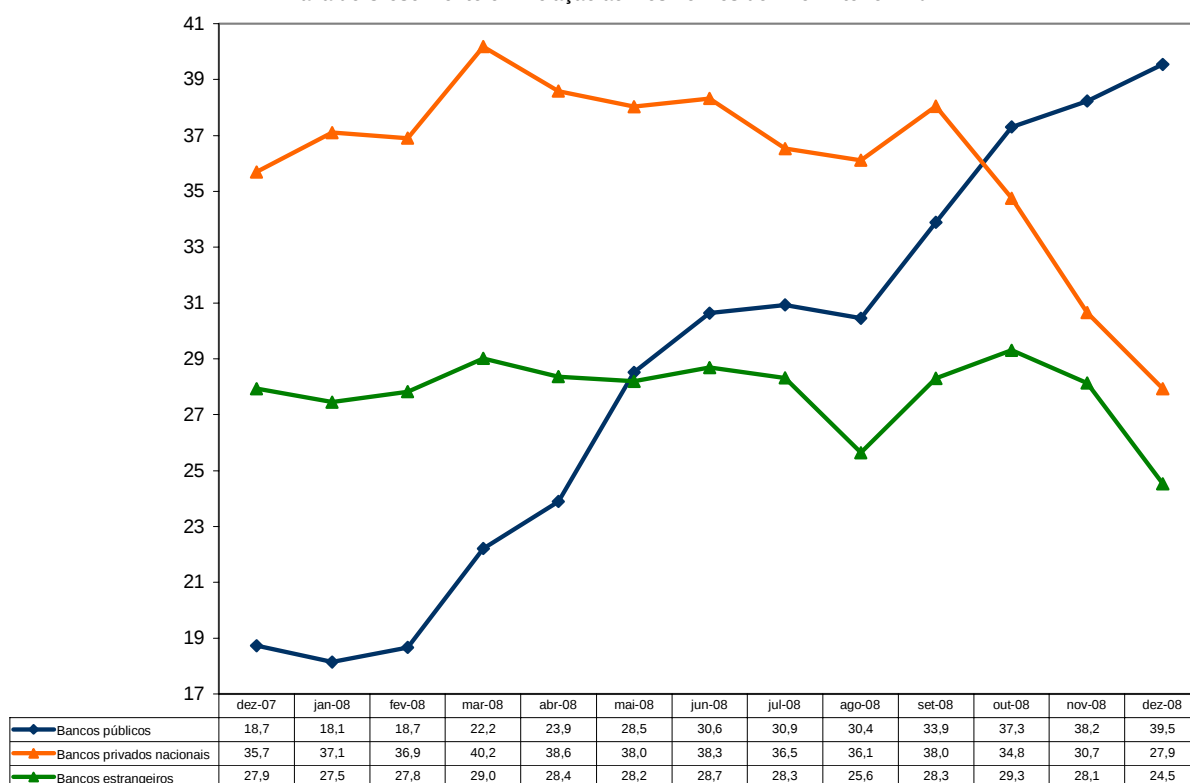
Assim, a preservação do sistema de crédito direcionado e dos seus principais agentes – as instituições financeiras públicas, como o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF – ampliou o raio de manobra do governo brasileiro na gestão do efeito-contágio da crise internacional sobre a evolução do crédito no país, possibilitando que a sua expansão compensasse, em parte, a desaceleração do segmento de recursos livres. Vale mencionar que no Brasil esta preservação constituiu uma vantagem para enfrentar o contágio da crise internacional no crédito doméstico, o que não se verificou na maioria dos países emergentes (com exceção da Índia e da China), pois o processo de desregulamentação financeira resultou na desmontagem de sistemas de financiamento público e na privatização dos bancos estatais.

A mudança na dinâmica do mercado de crédito, no entanto, certamente não foi neutra do ponto de vista do acesso ao crédito por parte das empresas. Isto porque, enquanto os empréstimos do BNDES são absorvidos, especialmente, por grandes empresas (que respondem por cerca de 80% do total), as linhas de crédito com recursos livres são mais pulverizadas, se destinando, em grande parte, para micro, pequenas e médias empresas. Tampouco foi neutro o impacto das dificuldades de liquidez que, a partir da crise internacional, atingiu, como foi visto, mais intensamente os bancos de menor porte, que têm importante expressão no crédito para micro e pequenas empresas.

Além de ter afetado a disponibilidade do crédito com recursos livres, a crise também teve efeitos sobre seu custo, aumentando tanto a taxa de captação, especialmente no segmento de pessoa jurídica (como mencionado no início dessa seção), como os *spreads* bancários, que reagem de forma pró-cíclica, ou seja, tendem a ceder em contextos macroeconômicos favoráveis e a se elevar em situações de instabilidade macroeconômica e maior incerteza.

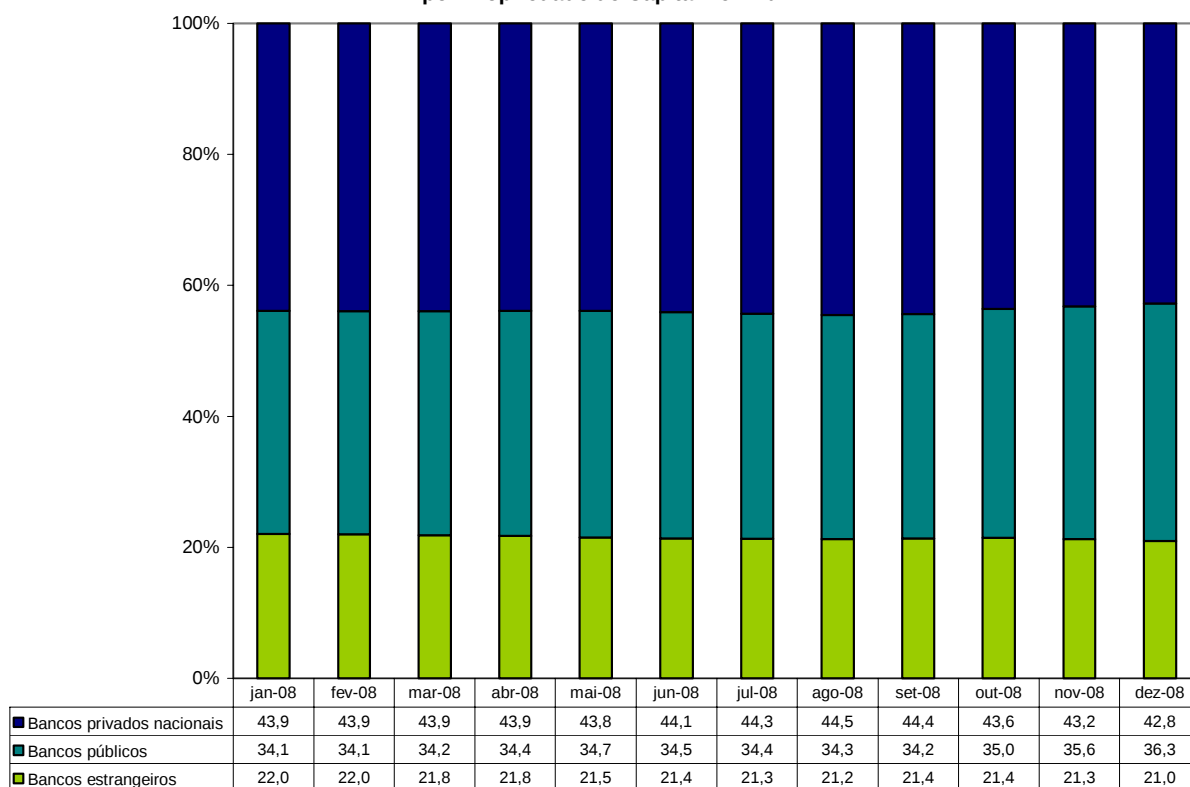
O aumento da aversão aos riscos passou a influir nos *spreads* e, assim, na taxa de juros dos empréstimos com antecedência ao aprofundamento da crise internacional em setembro. No segmento de pessoas físicas ocorreu em junho, e em julho, no de pessoas jurídicas. Todavia, nos dois casos a alta tornou-se mais pronunciada após o aprofundamento da crise mundial. No caso das pessoas jurídicas, as perdas das empresas com derivativos cambiais contribuíram para o aumento dos prêmios de risco. De forma geral, os bancos renovaram os empréstimos vinculados a esses contratos, mas elevaram os *spreads* incidentes sobre as operações. Em contrapartida, a elevação nas taxas de juros foi menor em função da queda na taxa de captação no último trimestre, induzida, provavelmente, pelas sucessivas medidas do governo voltadas para a redução dos compulsórios.

Saldo de Operações de Crédito por Propriedade de Capital
Taxa de Crescimento em Relação ao Mesmo Mês do Ano Anterior - %



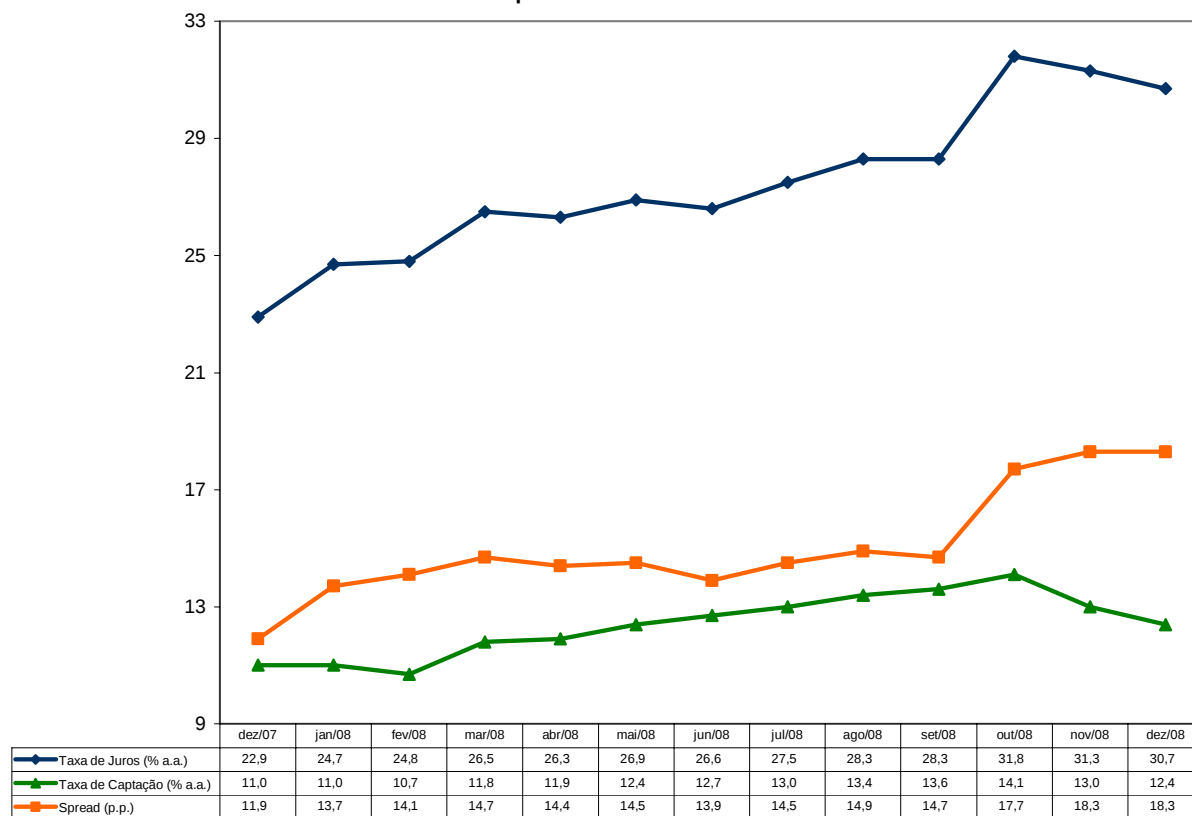
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

Saldo das Operações de Crédito por Propriedade de Capital - em %



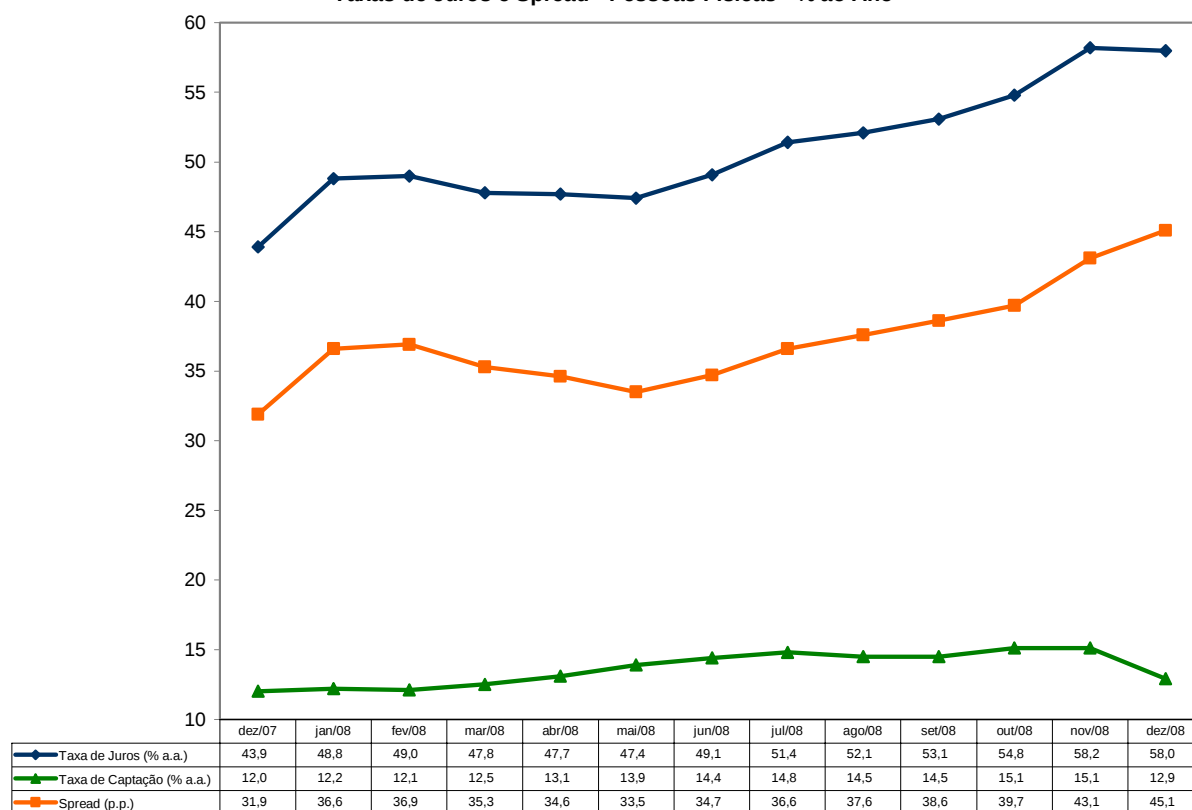
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

Taxas de Juros e Spread - Pessoas Jurídicas - % ao Ano



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

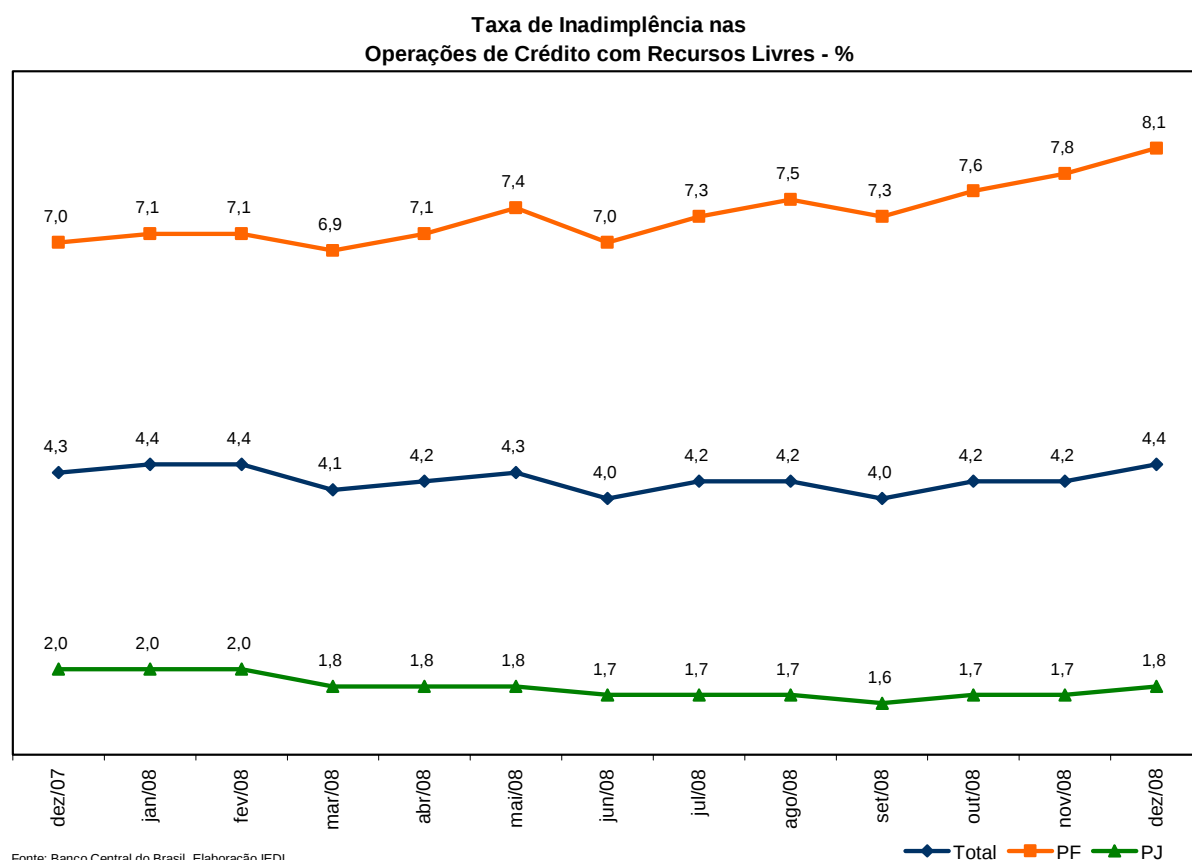
Taxas de Juros e Spread - Pessoas Físicas - % ao Ano

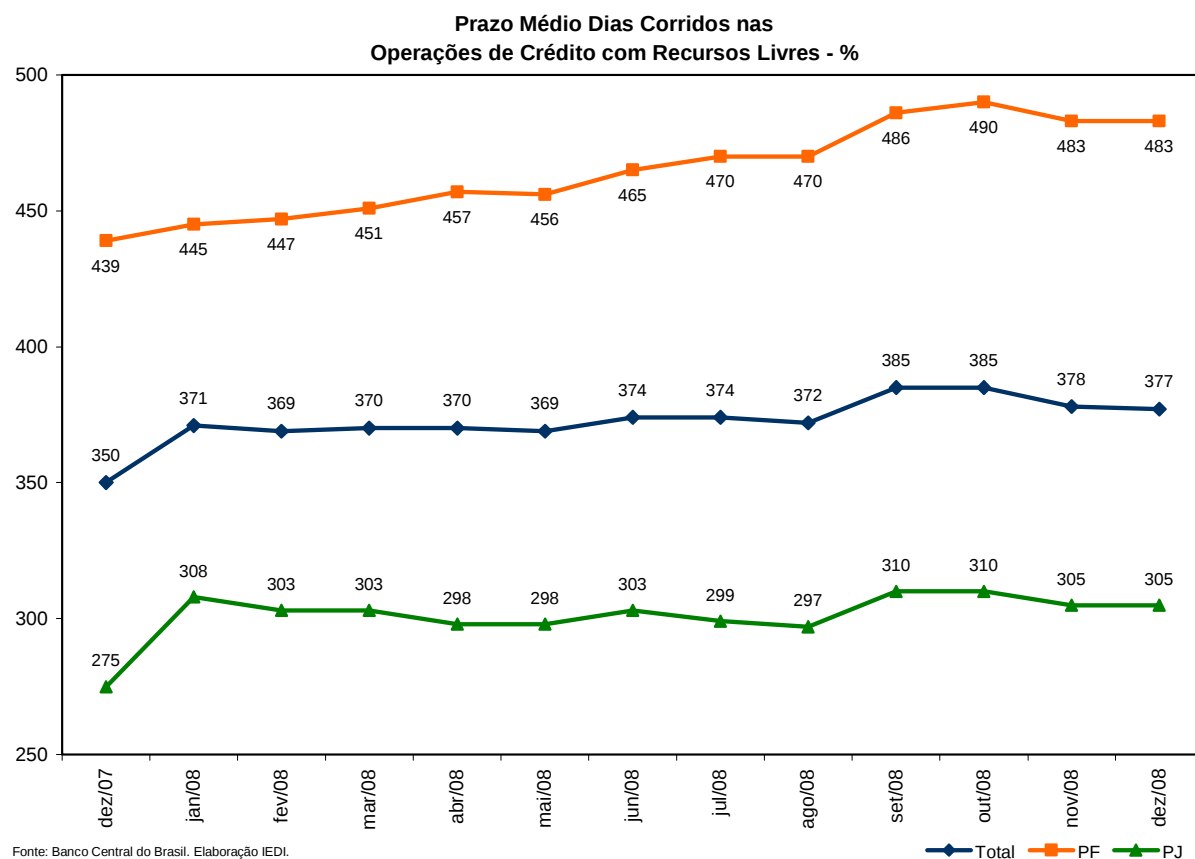


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração IEDI.

Em relação às demais condições dos empréstimos com recursos livres, a inadimplência das pessoas físicas se elevou a partir de setembro, mas ainda permanecia num patamar relativamente baixo em dezembro. Já os prazos médios, a despeito de terem atingido seu recorde histórico no final de 2008, interromperam sua trajetória de crescimento e se mantiveram praticamente estáveis no último trimestre, também como reflexo da maior aversão aos riscos dos bancos privados.

Num contexto em que as taxas de juros dos financiamentos caíam somente de forma marginal, os prazos maiores foram um dos principais indutores da maior demanda de crédito por parte das pessoas físicas, por reduzir os valores das prestações. Isso contribuiu para alavancar o consumo das famílias e para ampliar o crescimento econômico brasileiro entre 2004 e 2008. O estancamento desse processo e seu provável retrocesso ao longo do corrente ano, certamente terão efeitos muito negativos no crescimento da economia em 2009.





Anexo
Medidas do governo brasileiro para atenuar o efeito-contágio
sobre as contas externas e o crédito doméstico

Objetivo	Medidas
Contas externas - Concessão de linhas de empréstimos em moeda estrangeira	- Medida Provisória 442 de 6/10/2008 instituiu uma linha de empréstimo em moeda estrangeira a partir das reservas internacionais, regulamentada pela Resolução 3.622 do CMN de 9/10/2008. - Circular 3.415 do BCB de 17/10/2008 condicionou o acesso dos bancos a essas linhas à concessão de financiamentos ao comércio exterior e determinou que serão definidos a cada leilão o limite de recursos ofertados, o prazo da operação e as garantias elegíveis (títulos da dívida externa brasileira, títulos externos de outros países com grau A como <i>rating</i> mínimo e operações de crédito em moeda estrangeira, como ACCs). O primeiro leilão realizado aceitou como garantia somente os títulos da dívida externa brasileira. - Circular 3.418 do BCB regulamentou as operações de empréstimos em moeda estrangeira para financiamento ao comércio exterior com garantias constituídas por ACCs e ACEs. - Resolução 3.672 do CMN de 17/12/2008 autorizou o BCB a conceder empréstimos às empresas brasileiras a partir de recursos das reservas internacionais (por intermédio dos bancos) para o pagamento de dívidas no exterior. Contudo, somente no início de fevereiro de 2009 as regras que disciplinam esses empréstimos foram divulgadas. A Circular 3.434 do BCB de 4/02/2009 estabeleceu que todas as empresas que tenham dívidas vincendas ente outubro de 2008 e dezembro de 2009 terão sua demanda atendida e que o custo dos empréstimos será de Libor + 1,5%.
Contas externas - Atração de recursos externos	- Decreto Presidencial do dia 23/10/2008 reduziu a zero a alíquota de 1,5% do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), instituído em março desse ano sobre investimentos de portfólio estrangeiro em renda fixa (títulos públicos e privados de renda fixa e operações com derivativos que resultam em rendimento predeterminado); e também isentou de IOF as operações de liquidação de câmbio referentes ao ingresso e retorno de empréstimos externos (sujeitos à alíquota de 0,38% desde janeiro de 2008)
Contas externas - Política cambial	- No dia 19/09/2008, o BCB promoveu o primeiro leilão de vendas de dólares das reservas internacionais com compromisso de recompra em data futura. - No dia 6/10/2008, BCB voltou a realizar leilões de contratos de swaps cambiais, nos quais assume uma posição ativa em taxa de juros em reais e passiva em dólar. - No dia 24/10/2008, o BCB anunciou um programa de vendas de swaps cambiais no valor de até US\$ 50 bilhões. Entre o dia 6/10/2008 e o dia 23/10 o BCB tinha vendido US\$ 16,2 bilhões de contratos de swaps cambiais. - No dia 29/10/2008, o BCB estabeleceu com o Federal Reserve uma linha de swap (troca de dólares americanos por reais), no montante de US\$ 30 bilhões, com validade até 30 de abril de 2009 (o mesmo tipo de acordo foi firmado com os bancos centrais de Cingapura, Coréia do Sul e México). Em 3/02/2009, esse prazo foi estendido para 30/10/2009.

Objetivo	Medidas
Mercado de crédito - Programa de liberação dos compulsórios	- Circular 3.405 do BCB de 24/09/2008, introduziu as primeiras medidas voltadas para o aumento da liquidez do sistema financeiro, ainda de caráter limitado: (i) prorrogação do cronograma de implementação dos compulsórios sobre depósitos interfinanceiros (<i>leasing</i>); o recolhimento com alíquota de 20% que teria uma parcela a ser descontada em novembro foi adiada para 16/01/2009; (ii) aumento de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões do valor a ser deduzido pelas financeiras do cálculo da exigibilidade adicional sobre depósitos a prazo, à vista e poupança. - Circular 3.407 do BCB de 2/10/2008 permitiu aos bancos o desconto de 40% do recolhimento compulsório sobre depósito a prazo (que tem alíquota de 15%) em contrapartida da compra de carteiras de crédito de outras instituições (com patrimônio de referência máximo de R\$ 2,5 bilhões). - Circular 3.408 do BCB dia 8/10/2008: (i) aumentou de R\$ 300 milhões para R\$ 700 milhões o valor do abatimento que as instituições financeiras podem fazer para calcular o compulsório incidente sobre os depósitos de longo prazo; (ii) reduziu a alíquota de recolhimento compulsório adicional sobre depósitos à vista e a prazo de 8% para 5% - Circular 3.410 do BCB de 13/10/2008 alterou a Circular 3.408 do dia 8/10, elevando o limite de isenção sobre o recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões. - Circular 3.411 do BCB de 13/10/2008 alterou a Circular n. 3407 de 2/10, promovendo três mudanças: (i) elevou o percentual de desconto de 40% para 70%; (ii) aumentou o patrimônio de referência máximo do banco vendedor para R\$ 7 bilhões, ampliando o número de instituições elegíveis; (iii) ampliou o leque de operações ativas que os bancos menores poderão vender, que passaram a incluir, além da carteira de crédito, as seguintes operações: arrendamento mercantil, títulos de dívida privadas de empresas não-financeiras que estejam em fundos de investimento, recebíveis de FIDCs e cotas de FIDCs organizados pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), sendo que, para o enquadramento na medida, essas operações deverão ter como data limite de origem o dia 30/9/2008 - Circular 3.412 do BCB de 13/10/2008 autorizou as instituições financeiras a deduzirem do cumprimento da exigibilidade de recolhimento compulsório sobre depósitos interfinanceiros os valores das operações de aquisição de moeda estrangeira junto ao BCB. Essas operações serão realizadas com compromisso de revenda da instituição financeira, conjugado com compromisso de recompra pelo BCB. - No dia 14/10, aumento de 25% para 30% da exigibilidade sobre os depósitos à vista destinada ao crédito rural. - Circular 3.414 do BCB de 15/10/2008, ampliou novamente o leque de ativos que as instituições financeiras podem comprar de outras instituições para se beneficiarem do desconto de compulsório sobre os depósitos a prazo, com a inclusão de títulos e valores mobiliários de renda fixa, adiantamentos e outros créditos de pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, e depósitos interfinanceiros, com garantia desses últimos ativos. - Circular 3.416 do BCB de 24/10/2008 determinou que os bancos que anteciparem suas contribuições ao FGC (Fundo Garantidor de Crédito) terão um desconto no recolhimento do compulsório sobre depósitos à vista. O valor mensal do desconto será o equivalente à contribuição de um mês ao FGC.

Objetivo	Medidas
	- Circular 3.417 do BCB de 30/10/2008 determinou que apenas 30% do total do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo serão feitos por meio de títulos públicos (sujeitos à remuneração pela Selic) e os 70% restantes em dinheiro. - Resolução 3.624 do BCB de 13/11/2008 permitiu que o compulsório adicional sobre depósitos à vista, a prazo e poupança, até então recolhido em espécie, passará a ser recolhido em títulos públicos a partir de 1º de dezembro. - Circular 3.421 do BCB de 25/11/2008 permitiu aos bancos alocarem até 70% do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo (como CDBs) em depósitos interfinanceiros do BNDES com prazo entre seis e 18 meses. - Circular 3.427 do BCB de 19/12/2008 alterou novamente as regras dos recolhimentos compulsórios: (i) os depósitos interfinanceiros captados por empresas de leasing passarão a compor a base do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo, que tem alíquota de 15%; (ii) a parcela dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo a ser recolhida em espécie diminuiu de 70% para 60%; (iii) a alíquota da exigibilidade adicional sobre recursos a prazo foi reduzida de 5% para 4%; (iv) as opções para o abatimento desse recolhimento em espécie foram ampliadas, passando a incluir a aquisição de direitos creditórios, depósitos bancários, letras de arrendamento mercantil e letras de câmbio de propriedade do FGC (Fundo Garantidor de Crédito); nesses casos, a instituição compradora poderá destinar somente 20% de seu limite de dedução na aquisição de moeda estrangeira do Banco Central, com compromisso de recompra (a partir do período de cálculo de 19 a 23/01/09, com ajuste em 30/01/09); (v) o prazo para as aquisições e aplicações dedutíveis do recolhimento em espécie foi prorrogado de 31/12/08 para 31/03/09.
Mercado de crédito - Flexibilização do acesso dos bancos às operações de redesconto	- Medida Provisória 442 de 6/10/2008 (regulamentada pela Resolução nº 3622 de 9/10/2008) instituiu uma linha de assistência financeira à liquidez em moeda nacional com garantia em empréstimos bancários das instituições beneficiárias e autorizou o BCB a adquirir carteiras de empréstimos de bancos no Brasil por meio do redesconto. - Circular 3.409 do BCB de 13/10/2008 autorizou os bancos a exercerem, antecipadamente, o compromisso de recompra total ou parcial dos ativos redescontados; também determinou que o acréscimo à taxa selic no cálculo do preço de revendas dos ativos redescontados será de 4% a.a., e não mais um percentual “fixado pelo BCB em função das condições de mercado”. - Resolução 3.624 do CMN de 16/10/2008 ampliou os ativos elegíveis como garantia dessas operações, incluindo as debêntures emitidas por empresas não-financeiras, com boa classificação de risco de crédito (classificadas nas categorias de risco AAA, A e B no sistema de risco do BCB).
Mercado de crédito - Ação anti-cíclica dos bancos públicos	- No dia 30/09/2008, o CMN decidiu excluir a Petrobrás do limite de crédito do BNDES para as empresas estatais (de, no máximo, 25% do seu patrimônio de referência). A empresa terá um limite de 25% somente para ela, sem considerar o que foi emprestado para as outras estatais; além disso, o BNDES não terá de descontar do valor do empréstimo o valor das ações que ele possui da Petrobras (procedimento realizado nos demais casos) - No dia 1º/10/2008, Banco do Brasil anunciou a antecipação de cerca de R\$

Objetivo	Medidas
	5 bilhões para o financiamento da safra agrícola. - No dia 30/10/2008, o CMN ampliou o limite de crédito da Petrobrás no mercado doméstico, autorizando a empresa a contrair novos empréstimos no valor total de até R\$ 8 bilhões. Parte desse valor foi obtida mediante um empréstimo da CEF. - Medida Provisória 443 de 22/10/2008 autorizou o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a adquirirem diretamente ou por meio de subsidiárias ações e participações em instituições financeiras, públicas ou privadas, sediadas no país (o que permite aos dois bancos públicos a compra de instituições sem a necessidade de participar de licitações). A MP também autorizou os dois bancos a comprarem participações no ramo de seguros, previdência social e fundos de investimento e a CEF a criar a empresa Caixa - Banco de Investimentos S/A com o objetivo, dentre outros, de adquirir participações societárias em construtoras. - No dia 11/11/2008 a CEF anunciou o aumento do limite da linha de crédito Construcard/FGTS, destinados à aquisição de material de construção, de R\$ 7 mil para R\$ 25 mil. Esta linha utiliza recursos do FGTS e tem taxa de juros de 6% a 8,16% ao ano, dependendo da faixa de renda do tomador. O limite máximo de renda para adquirir este tipo de crédito é de R\$ 1900 mensais. - No dia 12/11/2008, a CEF anunciou a liberação de R\$ 2 bilhões adicionais em linhas de crédito para pessoas físicas na compra de eletrodomésticos, equipamentos eletrônicos, móveis e material para construção. O limite por pessoa será de R\$ 10 mil, com prazo de pagamento até 24 meses e taxas fixadas pelos intermediários da venda. - Resolução 3.637 do CMN de 18/11/2008 criou uma linha especial de crédito para pagamento de até 40% das prestações com vencimento em 2008 dos programas de investimento agropecuário no âmbito do BNDES. - No dia 1º/12/2008, o BNDES anunciou a criação do Programa Especial de Crédito (PEC), com prazo de vigência até 30 de junho de 2009 e dotação orçamentária de R\$ 6 bilhões, destinados à concessão de capital de giro no valor máximo de R\$ 50 milhões por empresa beneficiária - Repasse de recursos para o BNDES: no dia 7/11, anúncio de repasse de R\$ 10 bilhões e no dia 21/11 de R\$ 11 bilhões, provenientes de um empréstimo da União com o Banco Mundial (Bird), de US\$ 5 bilhões, e R\$ 6 bilhões de lucros e dividendos que deveriam ser pagos ao Tesouro Nacional, mas serão revertidos para novos empréstimos para empresas; no dia 22/01/2009 o governo anunciou a concessão de recursos adicionais para o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) no valor de R\$ 100 bilhões para os anos de 2009 e 2010.
Mercado de crédito- Redução do custo dos financiamentos	- Decreto Presidencial de 21/11/2008 reduziu de 3,38% para 0,38% a alíquota do IOF incidente nos financiamentos de motocicletas. - Decreto Presidencial de 11/12/2008 reduziu as alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre a compra de veículos (de 7% para 0% nos carros com motores a gasolina de potência 1.0; e de 13% para 6,5% naqueles com motores até 2.0) e do IOF em operações de crédito para pessoas físicas para 1,5% a.a.