

O Mundo Não Vai Acabar em 2010¹

(A Crise e a Reestruturação do Brasil)

Luiz Alfredo Salomão

Secretário Executivo da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República e Diretor (Licenciado) da Escola de Políticas Públicas e Governo do Instituto Universitário de Pesquisas do Estado do Rio de Janeiro.

*“Há três maneiras de o homem conhecer a ruína:
a mais rápida é pelo jogo; a mais agradável é com as
mulheres;
a mais segura é seguindo os conselhos de um economista”*
(autor desconhecido)

Resumo

O artigo relaciona as principais dimensões da crise financeira-econômica que assolou o mundo em meados de 2008 e analisa porque o Brasil não deveria sofrer com seus reflexos tanto quanto era alardeado pelos analistas e reverberado pelos principais meios de comunicação. Os processos econômicos em curso e os que foram adotados, de diversificação dos mercados para as exportações brasileiras e a política anticíclica adotada pelo governo brasileiro, basicamente através da continuidade das políticas de redistribuição da renda, de incentivos fiscais a certos setores produtivos estruturantes, a expansão do crédito pelos bancos públicos e o programa de investimentos em infraestrutura (PAC), seriam capazes de atenuar os efeitos dos choques externos provocados pela crise. Assim, o comércio exterior reduziu-se, o crédito externo encolheu nos primeiros meses, os investimentos privados (tanto nacionais, quanto estrangeiros) também se retraíram rebaixando a formação bruta de capital fixo, mas o impacto no PIB foi mitigado, se comparado com o que ocorreu em outras economias.

Palavras-chave: Crise Econômica. Diversificação de Mercados. Política Anticíclica. Impacto nos Investimentos e no PIB. Superação para Sair mais Forte da Crise.

¹ Este artigo foi enviado pelo autor à Editoria dos Cadernos de Estudos Estratégicos em fevereiro de 2009 e está sendo publicado, concomitantemente com o desenrolar da crise econômica iniciada em 2008, em função do conteúdo das idéias, então, apresentadas.

Abstract

The article lists the key dimensions of financial-economic crisis that swept the world in mid-2008 and discusses why Brazil should not suffer from its effects as much as was touted by analysts and reverberated by the major media. Economic processes under way and that were adopted by the Brazilian government of diversification of markets for Brazilian exports and countercyclical policy, primarily through the continuity of policies to redistribute income, tax incentives to certain structuring productive sectors and expansion of credit by public banks and by the infrastructure investment program (PAC), would be able to mitigate the effects of external shocks caused by the crisis. Thus, foreign trade declined, the foreign debt has shrunk in the first months, private investment (both national and foreign) is also retracted lowering the gross capital fixed, but the impact on GDP was mitigated, if compared with the that occurred in other economies.

Keywords: Economic Crisis. Diversification of Markets. Countercyclical policy. Impact on Investment and GDP. Resilience to emerge stronger from the crisis.

Introdução

O presente ensaio não tem qualquer inspiração asiática, de modo que o leitor não corre o risco neste texto de ser importunado com a repetição de adágios japoneses ou lugares comuns, como a lembrança de que “crise” e “oportunidade” são representadas pelo mesmo ideograma chinês.

Portanto, pretende-se nesse ensaio: (i) estabelecer uma visão consensual sobre as várias dimensões da atual crise do capitalismo mundial (financeira, econômica, política e social) (ii) especular – é isso o que fazem todos os analistas, inclusive os profetas do Apocalipse – sobre os impactos prováveis para o Brasil e seus vizinhos e, finalmente, (iii) preparar as bases para uma futura agenda de reestruturação da economia e da sociedade brasileiras, que permita ao Brasil a sair deste período turbulento mais forte do que hoje. Tal agenda será objeto de outro ensaio.

É preciso ressaltar que não se adotou aqui a perspectiva de um Brasil autárquico, capaz de se manter imune aos efeitos perversos da crise internacional, nem atrelado ao otimismo do governo: afinal, o País está intimamente conectado com o sistema econômico-financeiro

mundial, e vai sofrer tanto pelo lado das exportações, quanto pelo lado do financiamento do *déficit* em transações correntes, porque o Investimento Externo Direto (IED) vai se contrair e o *crunch* do crédito dificultar a colocação de papéis brasileiros no exterior. Além disso, a esperada redução do IED implicará na diminuição da taxa de investimento, o que leva à previsão de redução do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e da geração de empregos.

Também não se extrapolou a curva de crescente prestígio internacional do Brasil, iniciada em 1995, com os primeiros resultados do programa de estabilização econômica, e intensificada nos últimos três a quatro anos com a retomada do desenvolvimento.

Mas vale ressaltar, porém, que aqui se rejeita o hábito sistemático dos economistas em geral, à direita e à esquerda, de fazer previsões conservadoras, quando sempre projetam uma queda em relação ao desempenho do ano anterior, sob hipóteses mais ou menos pessimistas. Os economistas têm pavor de serem flagrados em erro. Para se precaverem contra possíveis cobranças, caso o desempenho do País fique aquém do que projetaram, adotam hipóteses bastantes conservadoras. Ninguém lhes cobrará erros se a realidade futura for mais rósea do que previram. Sabem que o ciclo econômico levará no futuro a uma queda e, então, eles acertarão a previsão pessimista. Só não sabem quando. Ou seja, como disse alguém, uma situação pior do que a de um velho relógio parado, sempre mostrará a hora certa pelo menos duas vezes ao dia...

Esta crise, após um ciclo de expansão extraordinário do capitalismo mundial, iniciado em 2002, não vai representar o fim do mundo, como apregoam certos analistas e amplificam os meios de comunicação. Tudo vai depender das políticas públicas adotadas pelos países centrais e, paralelamente, do comportamento individual de cada nação. Como muitos interesses serão contrariados, é preciso liderança política para conduzir reformas e arriscar medidas. Há muita esperança com base na nova administração estadunidense. É importante agora esperar para verificar se seu desempenho corresponderá às expectativas.

Pressupostos para Entender a Crise

Há um razoável consenso sobre quais foram os detonadores da crise, que “derreteu” o mercado financeiro em função da super

alavancagem das instituições financeiras norte-americanas, bancárias e não-bancárias. Discute-se a raiz da crise. Se é remota e devida à regulação inadequada, como dizem os neoliberais, ou mais recente e fruto da falta de regulação, como querem os keynesianos.

E, também, se os responsáveis deveriam ser: (i) o presidente Carter e a maioria democrata do Congresso que, em 1977, emitiu legislação² obrigando os bancos de crédito hipotecário a emprestar sem discriminação do tomador do empréstimo em função de sua classe social, do local onde morava, da cor da pele e da origem étnica, de sua condição de proprietário, ou não, de bens imóveis ou de cartões de crédito —, e o presidente Clinton que promoveu o *enforcement* desta legislação, o que se tornou funcional para os agentes de crédito imobiliário quando a taxa de juros real passou a ser negativa; (ii) ou a dupla *Greenspan/Bush* que, em 2001, comandou as decisões colegiadas de reduzir a taxa de juro nominal a 1 a 2% a.a. (taxa real de aproximadamente -2% a -3% a.a.), propiciando o relaxamento das condições de concessão de crédito e a super alavancagem das instituições financeiras.

Minha análise dos fatos até agosto de 2008 (veja SALOMÃO, L.A. - 2008) — quando o governo Bush: (i) resgatou os bancos hipotecários de segunda linha *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e mais doze bancos “federais” de empréstimo habitacional, (ii) emitiu uma nova lei³ reformando a regulação e a supervisão do financiamento através de hipotecas e (iii) destinou recursos no montante de US\$ 400 bilhões para socorrer devedores hipotecários e as instituições especializadas em situação de iliquidez e insolvência, prevendo uma lenta recuperação do mercado de crédito imobiliário⁴ — concluiu que os dois lados têm razão: houve regulação equivocada e excessiva em certos aspectos e faltou regulação em muitos outros.

Em outro artigo (vide SALOMÃO, L.A. – 2007), foi descrito como a complexa instituição Sistema Financeiro Internacional (SFI) evoluiu, a partir da crise da dívida externa deflagrada pelo *default do México* em 1982, no sentido de transferir o risco de crédito dos balanços dos

² A lei do Reinvestimento Comunitário, ou Community Reinvestment Act, de 1977.

³ A lei federal de Reforma Regulatória do Sistema de Crédito Imobiliário, ou Federal Housing Finance Regulatory Reform Act, de julho de 2008.

⁴ Dados relativos a dezembro de 2008, divulgados recentemente, indicam que houve melhoria na venda e aumento dos preços de residências, o que pode significar que o pacote de agosto começou a fazer efeito sobre o mercado imobiliário. Isso, no entanto, precisa se confirmar nos próximos meses.

bancos comerciais — que captavam recursos junto aos depositantes e tomadores de seus títulos, e concediam empréstimos e financiamentos a empresas e governos estrangeiros — para outros investidores que adquiriram *bonds*, *commercial papers*, produtos estruturados e outros papéis de dívida emitidos diretamente por aquelas empresas e governos. Os bancos comerciais e, também, os de investimentos ficaram apenas com a função de intermediários, que preparam o lançamento dos títulos, recomendam-nos aos seus clientes, mas não assumem risco de crédito (ou somente o fazem na proporção em que adquirem tais papéis para suas carteiras próprias de investimento). Tal mutação do SFI, apoiada no Plano Brady⁵, estendeu-se por toda a década dos anos 1990s e início dos 2000s.

Quatro outras transformações posteriores do SFI se revelaram fundamentais para a gestação e propagação da crise atual e devem ser recordadas para melhor compreensão da atual conjuntura e de seus possíveis desdobramentos.

A primeira foi o fim da segmentação do mercado financeiro norte-americano⁶ após a grande crise do sistema de poupança e empréstimo imobiliário (*Savings&Loans*) dos anos 1980. O mercado financeiro estadunidense possuía um sistema de crédito hipotecário⁷ isolado do sistema bancário.

Com o fim da segmentação, os bancos norte-americanos — a quem antes era vedado operar no crédito imobiliário — passaram a poder comprar ativos baseados em hipotecas *mortgage backed securities* (MBS) e participar do *boom* de operações de crédito imobiliário. Assim,

⁵ Plano do ex-secretário do Tesouro dos EUA, lançado em 1989, que reestruturou as dívidas dos países que entraram em *défault* na década dos 1980s, e salvou os bancos que resistiram aos calotes e moratórias dos países endividados. Para maiores detalhes sobre a conversão de dívidas contratuais em mobiliárias, veja-se (Salomão, L.A. – 2007 – op.cit.)

⁶ O sistema financeiro estadunidense era composto de bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos de crédito hipotecário (S&L), bolsas de valores e de mercadorias, corretoras de valores e de derivativos, cada um com funções bem definidas e áreas de atuação delimitadas, além de outros atores não-bancários que captavam poupança e atuavam como investidores institucionais, também muito regulados: seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimentos.

⁷ Composto de milhares de agentes de crédito imobiliário hipotecário de 1ª linha, as S&L, de 12 bancos “federalis” privados de crédito habitacional e mais as agências Fannie Mae (originalmente pública, fundada nos anos 1930s, e depois privatizada,) e Freddie Mac (já nasceu privatizada nos anos 1960), que atuavam na segunda linha, comprando os créditos hipotecários das S&L e captando recursos no mercado de capitais, através da colocação de seus próprios títulos, apoiadas em créditos hipotecários (MBS).

além dos 14 agentes privados, mas garantidos pelo governo dos EUA, que atuavam como bancos de segunda linha no mercado de hipotecas, a banca comercial também passou a desempenhar esse papel. Foi esta mudança que permitiu que os bancos se “intoxicassem” com papéis representativos de hipotecas *subprime*, conforme detalhado em SALOMÃO, L.A. – 2008.

A segunda transformação decorreu da globalização das finanças em torno do maior mercado, o estadunidense. A abertura (desregulação) dos mercados financeiros nacionais para permitir a livre circulação dos capitais, iniciada nos anos 1970-80s, associada às facilidades criadas pela internet e a microinformática, particularmente a partir dos anos 1990s, criaram novas dinâmicas de expansão e sofisticação do SFI. Permitiram que não apenas os grandes bancos comerciais e grandes empresas/investidores operassem em escala planetária, mas também poupadores e intermediários financeiros de todos os portes. Estes passaram a conectar-se em tempo real com as bolsas de valores, de mercadorias e com os mercados de balcão ao longo do dia, caminhando do oriente para o ocidente. Milhões de pessoas se incorporaram aos mercados de capitais de todo o mundo.

A contrapartida deste fantástico avanço no contato entre investidores, tomadores de recursos e intermediários financeiros foi que o SFI se tornou muito mais vulnerável à propagação das crises, por efeito de contágios imediatos.

A terceira transformação também diz respeito à arquitetura do SFI, motivada pelos Acordos de Basiléia⁸ que, de uma forma ultrassimplificada, pode ser traduzida pela exigência prudencial de que um banco enquadrado nas regras de Basiléia necessita ter capital e reservas (patrimônio líquido) proporcionais ao valor de suas operações ativas. Se, por exemplo, a exigência de patrimônio líquido for igual a 8% do valor de seus ativos (isto é, de seus empréstimos, créditos e aplicações), significa que pode emprestar/financiar/aplicar até cerca de

⁸ O Acordo de Basiléia (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards) é uma instituição (conjunto de regras formais, mas não legais) adotada pelos bancos centrais de quase todos os países do mundo, para conferir mais estabilidade e resistência aos sistemas bancários frente a choques financeiros. Foi firmado em 1988 e renovado em 2004 (Basiléia II). Estabelece regras prudenciais de requisitos de capital e reservas (patrimônio líquido) que os bancos devem ter para realizar certas operações. O volume de capital exigido é calculado ponderando o valor das carteiras de cada tipo de operação (câmbio, crédito comercial, empréstimos e financiamentos a pessoas físicas, derivativos etc.) pelos respectivos riscos.

12,5 vezes o seu capital e reservas. Tais regras criaram uma espécie de freio para as operações de cada banco que atua internacionalmente. Por outro lado, limitando o valor global máximo de suas operações ativas igual a um múltiplo de seu capital e reservas, determina-se um limite máximo para suas possibilidades de captação de recursos de terceiros (endividamento, ou passivos exigíveis) para financiar suas operações ativas. Ou seja, limita-se a sua alavancagem. No exemplo acima, não faz sentido o banco ter uma relação entre dívida e patrimônio líquido superior a 11,5 vezes.

Nos EUA, as regras de Basiléia I e II só se aplicam aos bancos comerciais, únicas instituições que, até recentemente, tinham acesso ao seguro de depósito bancário (até o limite de US\$ 100.000, são garantidos pela *Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC*) e ao redesconto junto ao sistema FED de reserva (para uma discussão mais detalhada desse tema, vide Farhi, M et al - 2008). As demais instituições não-bancárias não foram submetidas às regras de Basiléia, de modo que podiam se alavancar mais.

Para fugir do cabresto de Basiléia, ou mitigar seus efeitos limitantes, e poder expandir suas operações, os bancos estadunidenses buscaram – a exemplo do que fizeram nos anos 1990s — meios e modos de “limpar” seus balanços de ativos de maior risco (ativos tóxicos) e torná-los mais líquidos. Para tanto, os grandes bancos estadunidenses utilizaram-se fortemente de inovações financeiras que transferiam riscos de seus balanços para os de outras instituições não-bancárias que os aceitavam durante um período de tempo, obviamente mediante uma remuneração. Assim, driblavam os limites de alavancagem (o que se chama de arbitragem regulatória) e podiam ampliar novamente suas operações, aumentando naturalmente sua exposição a riscos de crédito.

Para realizar tal malabarismo, os bancos comerciais venderam seus créditos “re-empacotados” sob a forma de *securities (asset backed securities)* ou os chamados “produtos estruturados”, que ofereciam altos rendimentos e eram bem classificados pelas agências de avaliação de risco (*rating*). As instituições que compravam estes papéis, “limpando” os balanços dos bancos e lhes dando recursos para alavancar novas operações eram: bancos de investimentos independentes, *hedge funds*, fundos de pensão, seguradoras, assim como os 12 bancos “federais” regionais e as agências patrocinadas pelo governo (*Freddie Mac e Fannie Mae*), especializados em crédito imobiliário. Como exposto adiante,

estas instituições não-bancárias passaram a fazer operações típicas dos bancos e a constituir o que se chamou “sistema bancário-sombra” (*shadow banking system*), não reguladas pelo FED.

O que é um produto estruturado? Nada mais que um título ou papel representativo dos rendimentos futuros de um pacote de vários créditos (bônus, hipotecas, debêntures, dívidas de cartão de crédito etc.) ou derivativos de crédito (*credit default swap-CDS*, *credit default option-CDO*, *credit mortgage option-CMO*, *credit mortgage swap-CMS*, etc.) detidos pelo banco, que geram uma série de recebíveis. O valor do produto estruturado, em tese, corresponde ao valor presente da série de recebíveis a certa taxa de juros, ponderado pelos riscos de inadimplência dos mesmos. O risco deste produto é determinado pela composição dos riscos de inadimplência dos diferentes créditos empacotados.

Graças à consultoria das agências de *rating*⁹ — que orientaram os bancos sobre como “estruturar” convenientemente estes créditos e derivativos de créditos, numa atitude eticamente condenável — passou-se a “precificar” estes ativos, classificá-los pelos riscos respectivos (*ratings* dados pelas próprias agências antes referidas) e negociá-los no mercado. Ao serem lançados no mercado com mídia altamente favorável, baseada nos *rating* generosos, tais produtos estruturados foram adquiridos pelos investidores institucionais (instituições não-bancárias) com recursos próprios e, também, alavancados de terceiros, conforme exposto mais adiante.

Mas, além destes investidores institucionais, os bancos comerciais sujeitos à regulação do FED e às regras de Basileia criaram pessoas jurídicas especiais — as *Special Investment Vehicle (SIV)*, *conduits* ou *SIV-lites* — que técnica e formalmente não eram de sua propriedade, de modo que se consideraram aptas a adquirir os títulos estruturados dos bancos, sem que os mesmos figurassem nos seus balanços consolidados! Outro malabarismo amoral, conhecido das autoridades regulatórias, mas tolerado. Os *SVI* ou *conduits*, em última instância subsidiárias dos bancos, naturalmente também fazem parte do sistema bancário-sombra, desregulado e livre para alavancar.

Não podendo captar depósitos junto ao público, os *shadow banks* recorreram ao mercado de capitais, onde lançavam seus *commercial*

⁹ As mais famosas agências de classificação de risco estadunidenses são a Fitch, Standard&Poor e a Moody's. Mas há outras. As agências de *rating* são acusadas de terem atuado de forma antiética, pois ganharam muito dinheiro dando consultoria aos bancos, para depois dar conceito aos produtos por eles estruturados.

papers (asset-backed commercial papers) de 90-120 dias de prazo, que atraíam aplicadores afeitos a riscos em troca de elevadas taxas de rendimento, de prazo curto (menor risco) e acompanhados de *ratings* (nota ou conceito sobre a qualidade do papel) atraentes.

- Desta forma, os *shadow banks* atuavam como quase-bancos comerciais, pois captavam recursos de curto prazo no mercado de capitais e os repassavam aos bancos comerciais — adquirindo seus títulos estruturados sobre recebíveis de créditos e derivativos. Estes financiavam a curto, médio e longo prazo o consumo (crédito direto e cartões de crédito), o crédito comercial, as hipotecas (de até 30 anos), etc. “rolando” sua dívida com novos títulos oferecidos aos “*shadow banks*”. Ou seja, graças a estas engrenagens, houve expansão acentuada do crédito, aumentando os multiplicadores/velocidade de circulação dos agregados monetários (M2, M3 e M4). Isso certamente ajudou a impulsionar o crescimento das economias estadunidense e de outros países que estão atrelados ao consumo dos EUA, mas provocou um aumento ainda desconhecido da alavancagem das instituições financeiras, tornando o sistema muito mais vulnerável. Apesar de ser uma incógnita (veja-se Fahri, Maryse ET all – 2008 –op.cit.), cujo valor não se sabe ao certo, a alavancagem foi violenta. Em alguns bancos que quebraram, chegou a 60 vezes o capital. A regulação bancária dos EUA, a cargo do sistema FED, ignorou este movimento de endividamento em espiral e foi conivente com seu crescimento.

Excetuando países como a Espanha, Austrália e Grã-Bretanha, onde as autoridades de supervisão bancária também foram liberais e permissivas quanto à alavancagem, fora dos EUA, o processo de multiplicação de atores e a “arbitragem regulatória” não foram tão intensos. Mas, de qualquer forma, com a globalização dos mercados financeiros, os agentes de todos os países estão conectados ao sistema financeiro estadunidense. Merece registro, como uma curiosidade, a informação que me foi dada por um ex-presidente do Banco Central da Bolívia de que a instituição tinha reservas aplicadas em títulos baseados em hipotecas da *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, ou seja, as escassas reservas bolivianas também alimentavam a bolha de crédito e dos preços dos imóveis nos EUA.

Em paralelo às mudanças arquitetônicas e de interconexão de todos os atores, com os capitais fluindo livremente pelos mercados nacionais do mundo, e a alavancagem furando as regras prudenciais de Basileia, ocorreu a quarta transformação: a explosão do mercado de derivativos, que pode ser mensurada através das estatísticas coletadas pelo Banco Internacional de Compensações (BIS), com base em dados fornecidos pelos bancos centrais dos diversos países. O BIS produz dois tipos de relatórios: uma pesquisa semestral, referente a 13 países¹⁰ (veja-se BIS-2008), e outra trienal, mais completa, que abarca 47 países (veja-se BIS-2007).

O movimento negociado em termos de valor de face dos diferentes tipos de contratos (futuros, *swaps*, opções sobre divisas/câmbio, taxas de juros e derivativos de ações, índices de bolsas de valores e mercadorias) não corresponde ao valor efetivamente movimentado em dinheiro, porquanto as transações são efetuadas mediante o depósito de margens, que podem ou não ser reajustadas ao longo do tempo em função da volatilidade das cotações no mercado à vista das mercadorias, moedas, ações, índices etc. A ordem de grandeza das margens é, em geral, de 10^{-2} (ou seja, de 1% a 10%), mas há a possibilidade de ser aumentada se a especulação e a instabilidade dos mercados crescerem muito. O valor total dos contratos negociados — também conhecido como “valor nocional” — é um bom indicador da intensidade com que os atores do mercado financeiro estão se movimentando, seja para se proteger (*hedge*) de variações nas cotações (de moedas, de mercadorias, de ações, etc.) em negócios a serem fechados no futuro, seja para simplesmente especular.

De acordo com as estatísticas trienais do BIS, o valor nocional total dos contratos negociados em 47 países evoluiu de pouco mais de US\$ 10 trilhões, em 1995, para US\$ 516 trilhões, em 2007, conforme ilustrado na parte à esquerda do Gráfico I seguinte. Em junho 2008, de acordo com a pesquisa trimestral do BIS, o valor cresceu para US\$ 683,7 trilhões (cerca de 50 vezes o PIB dos EUA, ou cerca de 10 vezes o PIB mundial). A taxa de crescimento médio

¹⁰ O G10, criado em 1975, é composto das autoridades de supervisão bancária e bancos centrais de 12 países, a saber: Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Luxemburgo, Holanda, Espanha, Suécia, Reino Unido e EUA. Na pesquisa de BIS, além desses, inclui-se a Suíça.

anual no período 1995-2004 foi de 25%, mas no período 2004-2008 acelerou para 33% a.a., com um aumento acumulado de 211% no quadriênio.

Em termos do Valor Bruto de Mercado, que significa o custo de liquidação financeira de todos os contratos em aberto, indicado pela linha vermelha do Gráfico, observa-se um crescimento significativo a partir de 2004 até junho 2007, quando saltou de aproximadamente US\$ 6 trilhões para US\$ 11 trilhões (+74%).

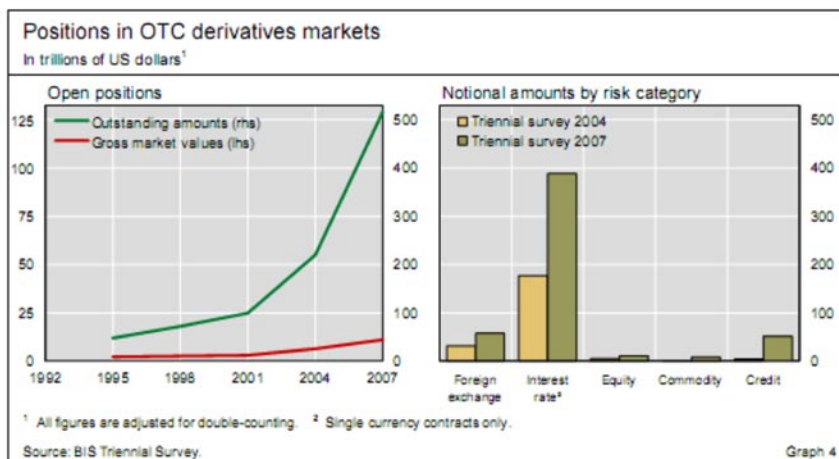


Gráfico I - Mercado de Balcão de Derivativos

A parte direita do Gráfico I ilustra como se divide o valor notional total dos derivativos negociados em balcão — fora de bolsas de valores — pelos diferentes tipos de contrato, vale dizer pelas diferentes categorias de risco, para os anos de 2004 e 2007. Como se observa, os derivativos mais expressivos em termos de valor notional são os contratos de taxas de juros (opções, futuros e *swaps*), preferidos por aqueles que precisam e conseguem se “*hedgear*” (proteger contra variações de valor dos juros), e ascenderam a quase US\$ 400 trilhões, em junho de 2007, com um crescimento da ordem de 120% em relação ao valor notional de 2004.

No entanto, os derivativos que mais cresceram em termos relativos foram os de crédito, saltando de US\$ 5 trilhões, em 2004, para US\$ 55 trilhões em junho de 2007 — taxa de crescimento de 122,4% a.a. — sendo a modalidade predominante a de *credit default swaps*- CDS, que

respondiam por US\$ 48 trilhões¹¹ do total (87%) destes derivativos (BIS - 2007). Os CDS são os ativos financeiros usados preferencialmente pela banca estadunidense, incluídos os *shadow banks*, para transferir riscos. Em junho de 2008, a estimativa do valor nocional somente de CDS foi de US\$ 57.3 trilhões, pouco abaixo do valor observado em dezembro de 2007.

O outro instrumento de crédito utilizado pelos *shadow banks* para captar recursos no mercado de capitais é o *asset backed commercial papers* (ABCP).

De acordo com as estatísticas do BIS (veja BIS-2008/2) sobre o movimento do mercado monetário mundial, o valor total do saldo desses papéis emitidos em diversas moedas, em setembro de 2008, era de US\$ 1,3 trilhões (10% do PIB dos EUA). Deste montante, US\$ 765,6 bilhões (60% do total) correspondiam aos *commercial papers*, lançados por governos, organizações internacionais, empresas e instituições financeiras (*Credit Suisse Securities*-2008). Estas últimas foram responsáveis pela emissão de nada menos do que 84% do total de *commercial papers*, ou seja, US\$ 641,2 bilhões, volume que vem caindo nos últimos meses em função da crise. Tal valor — da mesma ordem de grandeza que o estimado pelo programa de emergência de Barack Obama (US\$ 825 bilhões) — dá uma ideia da intensidade com que as instituições financeiras não-bancárias recorreram a este instrumento para alavancar recursos no mercado de capitais e transferi-los para o mercado de crédito, permitindo que estas ficassem super alavancadas.

Diante das dimensões da alavancagem de recursos nas instituições bancárias e não-bancárias estadunidenses, mas também de outros países, é fácil compreender que, no momento em que estourou a crise de confiança em setembro/outubro — num ambiente já poluído pela inadimplência sistêmica no mercado de hipotecas e pelo fato do tradicional banco de investimentos *Lehman Brothers* não ter conseguido refinar seus “ativos tóxicos” no mercado nem obter socorro do FED — houvesse a paralisia nas transações interbancárias, nacional e internacionalmente.

O mercado monetário tornou-se terreno minado e as linhas de crédito interbancárias foram suspensas por conta do risco de efeito dominó de inadimplência em escala mundial. Quando o interbancário

¹¹ Há uma ligeira diferença entre os valores nominais de CDS em junho de 2007 nos dois relatórios do BIS utilizados nesse ensaio.

estancou, tornou-se essencial a intervenção dos bancos centrais de quase todos os países para dar socorro de liquidez às respectivas bancas e elevar seguros de depósitos, tranquilizando os depositantes e evitando corridas aos bancos. A palavra de ordem das instituições financeiras passou a ser: desalavancar, liquidar ativos de maior risco e saldar dívidas, não expandir operações ativas de nenhuma maneira, proteger-se aplicando recursos líquidos em papéis de absoluta segurança, leia-se: títulos do Tesouro norte-americano (*T-Bonds*).

Como estratégia individual de cada instituição, tal comportamento seria correto. Mas desencadeado como comportamento de manada, foi um desastre que provocou a deflação dos ativos financeiros (ações, bônus, *commercial papers*, contratos de *swaps*, opções, etc.) e a valorização do dólar norte-americano, aprofundando a crise e propagando-a mundo afora.

Tendo de marcar os ativos no balanço a preços de mercado (Basileia), os bancos teriam que fazer grandes provisões para perdas correspondentes à desvalorização de seus ativos. Em consequência, alguns ficariam com patrimônio negativo, ou seja, quebrariam. Para evitar tal fato, os bancos centrais também adquiriram ativos tóxicos aos preços contabilizados pelos bancos — ao invés de preços de mercado — reequilibrando assim os balanços dos bancos tecnicamente falidos. Os contribuintes dos países, que fizeram tais operações, precisaram ser convencidos que o ônus correspondente seria compensado em longo prazo, porque sua banca foi salva.

Dimensões da crise e seus reflexos no Brasil e na América Latina

Em resumo, a crise pode ser descrita pelos seguintes aspectos e indicadores:

- A drástica redução das operações do mercado de moedas e de crédito interbancário, provocada pela falta de confiança, acabou afetando a liquidez e solvência de instituições não-bancárias altamente alavancadas (bancos de investimento, seguradoras, fundos *hedge*, fundos de pensão, etc.). Afetou profundamente também o comércio internacional, em grande parte financiado por linhas de crédito bancário, restando as exportações/importações. O crédito ao consumo em geral (bens duráveis, cartões de crédito,

viagens, etc.) não chegou a ser reduzido, ainda que se tenha tornado mais seletivo e mais caro em alguns países. As consequências para o crescimento do PIB, do investimento e do emprego de países, como o Brasil, que contavam com o financiamento externo para seu comércio exterior, são óbvias. Apesar dos esforços dos governos para aumentar a liquidez (redução dos juros básicos, liberação dos depósitos compulsórios, aquisição de ativos tóxicos para “limpar” os balanços das instituições financeiras, injeções de capital pelo poder público com estatização parcial, entre outros), a retomada do crédito interbancário ainda está aquém do esperado.

- Há uma deflação de ativos, sejam: imóveis, ações cotadas em bolsa, papéis representativos de derivativos de crédito (MBS, CDS, contratos futuros, opções, etc.) ou produtos estruturados. A redução da alavancagem poderia se dar através do aumento do capital ou da redução do endividamento. Os investidores, à época, desconfiaram que os demonstrativos financeiros dos bancos estivessem falseados e optaram, então, pela liquidez nessa fase de crise anunciada. Por isso, tornou-se inviável capitalizar instituições financeiras (exceto casos especiais, como o dos investidores árabes que investiram no *Citycorp* e a compra de ações preferenciais de bancos pelos governos inglês e norte-americano, por exemplo). Restou a estratégia de reduzir drasticamente o endividamento, vendendo ativos e marcando os que restarem no balanço a preços de mercado, ainda que com enormes prejuízos bancários, como foi o caso do *Deutsche Bank*.

- A deflação de ativos (somente nos EUA estimada em US\$ 30 trilhões, no total) afetou empresas, mas também representou a perda de riqueza de muitas famílias, cujo patrimônio — representado por imóveis, ações cotadas em bolsa, outras aplicações financeiras — se desvalorizou consideravelmente. O sentimento desta perda, aliado ao clima de preocupação geral com a crise e o desemprego de milhões de trabalhadores, levaram os consumidores e os empresários a uma posição de cautela, de adiamento do consumo de bens e serviços não essenciais, bem como da postergação de investimentos. O resultado inevitável foi um arrefecimento da demanda e queda nos investimentos, que apontam no sentido de crescimento baixo ou mesmo negativo do PIB.

- A partir da deflagração da crise geral de crédito, a preferência por liquidez e segurança levou muitos investidores a migrarem em manada de suas aplicações mais arriscadas e rentáveis para os *T-Bonds*, de baixo rendimento, mas garantidos pelo Tesouro estadunidense. A decorrente entrada de enormes volumes de divisas nos EUA provocou a valorização do dólar frente a outras moedas¹², inclusive ao Euro, imprevisível há algumas semanas antes da quebra do *Lehman Brothers*. Frente ao Real antes apreciado, por exemplo, a valorização do dólar foi de 50% aproximadamente. Isso significou para muitos países pressões inflacionárias e ameaça de desequilíbrios sérios no balanço de pagamentos, sobretudo aqueles que são dependentes da importação de alimentos, energia e de outros itens de demanda inelástica. O estrago só não foi maior porque a valorização do dólar foi acompanhada da queda acentuada dos preços do petróleo e de outras *commodities*.
- A política pública, adotada por alguns governos, de estimular as respectivas economias através de taxas básicas de juros nominais próximas de zero (taxas reais negativas), em paralelo com os esforços dos bancos centrais para salvar as respectivas bancas, antes referidos, conduziu a “armadilhas de liquidez”, ou seja, situações em que o valor do dinheiro perde referência, a política monetária do governo não tem efetividade e aumentam consideravelmente os riscos de deflação geral no mercado de bens e alguns serviços. Esta é a maior ameaça para as economias/sociedades dos países centrais do capitalismo internacional. A deflação é o fenômeno a evitar, pois pode ter efeitos devastadores sobre os preços relativos, desorganizar a economia real e gerar desemprego em massa, efeitos que podem levar anos para serem recuperados.
- Reflexos já evidentes da queda de demanda e de investimentos em segmentos da economia real da maioria dos países, sobretudo naqueles setores cuja circulação dos bens produzidos depende do crédito — bens de capital e de consumo durável, notadamente os automóveis. Isto coincide com um momento de fragilidade técnica e comercial-financeira de algumas montadoras, sobretudo

¹² Para uma comparação das cotações de diversas moedas em dólares em 7/01/09 e há um ano, veja-se <http://www.economist.com/markets/indicators/displaystory.cfm?storyid=12903559>. Poucas moedas se valorizaram frente ao dólar: franco suíço, dólar de Hong Kong, enquanto outras poucas ficaram estáveis.

as três gigantes estadunidenses e algumas europeias e japonesas. Os setores dependentes de crédito, afetados pela escassez de financiamento, têm encadeamentos industriais “para trás” muito importantes (siderurgia, metalurgia de não ferrosos, plásticos e borracha, componentes eletrônicos, combustíveis e lubrificantes, etc.) e uma queda em sua produção pode propagar efeitos desastrosos à jusante e à montante.

- Clima psicológico variando da preocupação com o futuro ao pessimismo absoluto, estimulado pela mídia que vem repercutindo com estardalhaço anúncios de queda nos níveis de emprego, demissões, concessão de férias coletivas (ainda que tais processos se repitam sazonalmente todos os anos e, nesse em particular, eram previsíveis, pois a economia estava superaquecida), diminuição nas vendas, na produção de bens de consumo durável, fechamento de minas, entre outros. Tal clima pode tornar a profecia da depressão econômica mundial autorrealizável. Evidentemente, isso será ótimo para os detentores de posições líquidas, pois poderão comprar ativos ainda mais deflacionados, na “bacia das almas”.

- Outros aspectos, menos importantes.

Como tudo isso deve se refletir no Brasil e nos outros países? Vai depender, e muito, da gestão macroeconômica, da agilidade na tomada de decisões e na manutenção de um clima de confiança dos empresários e dos consumidores de cada país. O presidente brasileiro está fazendo o seu papel, estimulando a confiança no país diante da crise e o aumento dos investimentos. Se o primeiro mandatário assumisse uma posição derrotista, os agentes econômicos certamente seriam ainda mais influenciados a agir com excesso de cautela, abdicando dos projetos de investimentos e da contratação de trabalhadores, para não correr riscos.

No curto prazo, é inevitável que os mercados de bens de demanda elástica se retraiam, apesar da deflação de muitas *commodities*. Não se pode esquecer que, até meados de 2008, a demanda mundial de certas *commodities* estava superaquecida, com preços estratosféricos¹³. O Brasil, por exemplo, não tinha mais

¹³ O índice da Bolsa de Metais de Londres cresceu 300%, entre jun/2002 e abr/2008. Neste período, dentre as *commodities* metálicas, destacam-se o alumínio (+200%), chumbo (+700%), cobre (500%), estanho (+400%), zinco (+350%), aço (618%). De abril até o dezembro de 2008, os preços da maioria desses metais voltaram a níveis próximos de 2002/2003.

como aumentar suas exportações de aço, minério de ferro, grãos, além de outras. Muitas minas de ferro brasileiras, de baixa produtividade, haviam sido reabertas porque as cotações subiram tanto que se justificava explorá-las.

No médio prazo, porém, apesar de haver muita incerteza para a construção de cenários seguros, existem elementos suficientes para contestar as previsões mais sombrias, e, até mesmo, exageradamente pessimistas, que estão circulando na mídia. No caso brasileiro, nitidamente, visam pressionar por mudanças na política econômica atual, sobretudo a fiscal, bem como podem estar também encobrendo interesses político-eleitorais e favorecendo especuladores em posições de alta liquidez.

Os mais céticos (veja Credit Suisse – 2008) prevêem recessão nas economias mais desenvolvidas (taxas de crescimento do PIB dos EUA: -0,5 a -1,5%, Japão: --1,5% e Europa: -1,2%) e crescimento no resto da Ásia (+5,5%), sendo que a China (+8,3%) e Índia (+6,5%) serão as locomotivas. Isto produziria um crescimento global do PIB mundial de +1,5%, o que não chega a ser um desastre considerando as dimensões da crise de crédito. Outra previsão, do Fundo Monetário Internacional, pode ser vista no Gráfico II seguinte.



Gráfico II - Projeções do PIB: EUA, EU, JAPÃO E CHINA

O governo brasileiro — otimista, embora apoiado em projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) (WEO/FMI-2008) — trabalha com as previsões mais favoráveis.

Quanto à economia estadunidense, o boletim de conjuntura publicado pelo sistema FED (FED-2009), com avaliações para cada um

dos doze distritos federais de reserva em que o país está dividido¹⁴, afirma que, no último trimestre de 2008, o movimento econômico dos EUA continuou a enfraquecer, com redução da atividade industrial (que caiu entre -5 e -6% em relação a 2007), o comércio tendo de conceder muitos descontos e fazer promoções para evitar um desastre nas vendas de fim de ano. O mercado imobiliário, tanto de residências quanto de imóveis comerciais, continuou piorando na maioria dos distritos. Houve redução nas atividades de turismo e de transportes, bem como nas atividades financeiras. As condições de financiamento se tornaram mais apertadas.

O mercado de trabalho também se mostrou mais fraco, com afrouxamento das pressões salariais. Tudo apontando na direção de um ano de recessão suave em 2009.

No entanto, é preciso ter em mente que o governo Bush agiu intensamente no terceiro e quarto trimestres de 2008 no sentido de reativar a economia e de superar a crise de crédito, adotando medidas cujos efeitos serão sentidos nos próximos meses:

- estimulou o consumo e a redução do endividamento das famílias, concedendo diretamente aos contribuintes cheques de rebate tributário que montaram a US\$ 150 bilhões;
- lançou um programa de socorro de US\$ 400 bilhões para os devedores hipotecários e instituições de crédito imobiliário, já comentado anteriormente.
- ofereceu um pacote de socorro de US\$ 700 bilhões para resgatar instituições financeiras, dos quais US\$ 510 bilhões foram liberados em 2008, e que o novo presidente deseja destinar US\$ 100 bilhões diretamente aos devedores hipotecários.
- socorreu a *American International Group* (AIG), maior seguradora do mundo, à beira da insolvência, a um custo de US\$ 125 bilhões.
- subsidiou financiamento ao JP Morgan para adquirir o *Bear Sterns*, no montante de US\$ 29 bilhões.
- decidiu emprestar US\$ 16 bilhões para as montadoras de automóveis à beira da concordata.

¹⁴ Para uma visualização dos territórios de cada distrito da Reserva Federal, veja-se o sítio <http://www.federalreserve.org/>

- reforçou o capital da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) para que esta garantisse os depósitos em todos os bancos (até US\$ 100.000 cada depositante), evitando assim o risco de uma corrida bancária.
- o FED comprou *commercial papers* “tóxicos” que ninguém mais no mercado quis adquirir e garantiu os investidores do mercado de moedas cujos valores não são conhecidos.

No conjunto, o próximo balanço do *Federal Reserve System* terá um rombo estimado de US\$ 1,8 trilhões, o dobro do observado no final do último ano fiscal. A dívida pública do país ascenderá a quase 50% do PIB, ou cerca de US\$ 6,5 trilhões — relação maior do que a do Brasil — acompanhando os esforços do Tesouro para evitar a recessão. Não é pouca coisa, ainda que possa ser insuficiente para enfrentar o processo de deflação dos ativos que constavam dos balanços das instituições financeiras.

Mas, além disso, o novo presidente Barack Obama assume o governo com propostas ousadas de ativação da economia norte-americana, as quais já foram aprovadas na Câmara dos Deputados. Ainda não se conhece detalhes do Plano Obama, orçado em US\$ 825 bi, mas há fundadas expectativas de que sua aprovação, por si só, melhorará as expectativas da população norte-americana, com reflexos para o resto do mundo.

A situação das nações latino-americanas varia de país para país. O México, por exemplo, vai sofrer bastante posto que aproximadamente 84,6% de suas exportações são para os parceiros do NAFTA (82,2% para os EUA, mais 2,4% para o Canadá). Ora, tal concentração do comércio em único país torna o México altamente vulnerável às flutuações da conjuntura econômica norte-americana. Quanto às sul-americanas, algumas também sentirão duramente as consequências da recessão esperada dos EUA, em função de sua alta dependência deste mercado, agravada pela predominância de algumas *commodities* na sua pauta de exportações, conforme ilustra o Quadro I seguinte. Equador, Colômbia e Venezuela estão muito mais expostos do que Argentina, Uruguai, Chile e Bolívia.

PAÍSES	Part. dos EUA nas Exportações Totais (em %)
ARGENTINA	7,9
URUGUAI	9,4
CHILE	12,5
PARAGUAI	n.d.
PERU	19,5
BOLÍVIA	9,8
EQUADOR	41,9
COLÔMBIA	35,4
VENEZUELA	42,7

Quadro I - Dependência do Mercado dos EUA – 2007
 Fonte: Central Intelligence Agency –The World Factbook

O caso brasileiro não é de grande dependência dos EUA, mas considerando-o em conjunto com a Europa, que deve acompanhar o movimento de queda, esse índice aumenta consideravelmente, conforme ilustra a última coluna do Quadro II seguinte.

Parceiros Comerciais	Valor das Exportações		Variação	Participação %	
	<u>2002</u>	<u>2008</u>	%	<u>2002</u>	<u>2008</u>
ESTADOS UNIDOS	15,3	27,4	79	25,3	13,8
UNIÃO EUROPEIA	15,6	46,3	197	24,8	23,4
EUROPA ORIENTAL	1,4	5,5	293	1,3	2,8
CHINA	2,5	16,4	556	3,1	8,3
ALADI	9,9	43,1	335	15,4	21,8
ORIENTE MÉDIO	2,3	8,1	252	2,8	4,1
ÁFRICA	2,4	10,2	325	3,0	5,2
Exportação Total	60,4	197,9	228	100,0	100,0

Quadro II - Parceiros Comerciais do Brasil (em US\$ bilhões e %)
 Fonte: MDIC- SECEX

Note-se que os EUA eram o destino de um quarto de nossas exportações (25,4% do total em 2002) e, hoje, representam pouco mais de um sétimo (13,8% em 2008), ao passo que a China quase triplicou sua participação, a América Latina, o Oriente Médio, a Europa Oriental e a África aumentaram consideravelmente as suas, enquanto a União

Europeia manteve praticamente estável seu peso relativo.

Pode haver uma queda nas exportações brasileiras em 2009, após o recorde espetacular de 2008 (US\$198 bilhões). Mas, se houver, será provavelmente de pequena monta. Cabe ao Brasil diversificar seus parceiros comerciais e esforçar-se por vender mais ainda em regiões que não deverão ter problemas de crescimento (Ásia, Oriente Médio e África). Por isso, cabe consolidar o esforço governo-empresas para aumentar as exportações.

As contas externas do Brasil devem ficar prejudicadas em função da retração do IED, em vista da cautela dos investidores externos e do volume recorde de recursos ingressados em 2008 (US\$45 bilhões). Provavelmente, as empresas estrangeiras que têm empreendimentos físicos em andamento continuarão a investir para garantir a conclusão – como anunciou a *CSA-Thyssen-Kupp* – de seus projetos, ainda que haja alguma paralisação para renegociação de preços dos contratos e aguardar o fim do ajuste das linhas de crédito dos bancos.

Os investimentos em carteira, certamente, não voltarão tão cedo à BOVESPA e ao mercado de títulos de renda fixa. Isto, a meu ver, deve ser motivo de comemoração, pois *flying capital* é um tipo de parasita para a economia real que os governos brasileiros toleraram a partir de 1995¹⁵, como forma de manter as reservas externas artificialmente elevadas. Em larga medida, a atração destes capitais especulativos é que justifica a política monetária de taxas de juros estratosféricos responsáveis pela espoliação do trabalho e da produção.

A outra dimensão que pode trazer prejuízos ao crescimento da economia brasileira é a do crédito interno no país, reduzido em decorrência da preocupação com as repercussões mundiais da crise, além do fato de terem secado as linhas de recursos externos, que a banca brasileira tomava a juro baixo e repassava a seus clientes a juro altíssimos, e do clima geral de “esperar, para ver como é que fica” a situação das empresas tomadoras de recursos — especialmente os grandes exportadores e produtores de *commodities*.

Ao contrário de outros países, a banca brasileira não tem problemas de excesso de alavancagem, nem falta de capitais (para os requisitos de Basiléia I e II) em função da deflação de ativos tóxicos presentes em suas aplicações. Teria, portanto, condições de continuar emprestando sem

¹⁵ E, lamentavelmente, continuam a tolerar durante os governos LULA.

problemas, ainda mais com os incentivos e vantagens oferecidas pelo Banco Central, adiante mencionados. No entanto, não o estão fazendo, ao menos por enquanto.

Pelo visto, o que vai acontecer é um avanço dos bancos públicos (BB e CEF) no mercado de crédito, o qual será concedido às empresas tomadoras com cláusulas que vedem a demissão imotivada, como pregam as centrais sindicais. Será uma inovação brasileira oportuna em matéria de política de defesa do emprego.

Várias medidas foram tomadas pelo governo brasileiro para enfrentar a crise, mas pode-se questionar se foram na direção e sentido mais corretos:

- abertura de uma linha de crédito do Tesouro Nacional de até R\$ 100 bilhões para que o BNDES possa aumentar seu volume de operações de crédito, cujo limite agora passou a ser de R\$ 166 bilhões, um recorde histórico.
- manutenção da taxa TJLP de 6,25% — que poderá ser reduzida, se necessário — além do reforço do programa de construção naval e do Revitaliza. Repasse de R\$ 5 bilhões do Banco Mundial para o BNDES.
- assistência financeira de liquidez ao sistema bancário, prejudicado pela suspensão das linhas de crédito externo (redução do compulsório em US\$ 100 bilhões e agilização do redesconto).
- Swaps de moedas com o FED (US\$ 30 bilhões de linha de crédito), leilões de dólares (em moeda e swaps) para financiar contratos de ACCS e evitar a escassez de moeda estrangeira.
- reforço e antecipação do financiamento agrícola, com recursos adicionais de R\$ 13 bilhões, para impedir que os produtores reduzam o plantio para a próxima safra.
- disponibilização de mais R\$ 10 bilhões para financiamento de giro das exportações, de R\$ 3 bilhões para a construção civil, mais R\$ 5 bilhões para as pequenas e médias empresas via Banco do Brasil.
- estímulos para a construção civil (programa de financiamento habitacional para funcionários públicos da União, no valor de R\$ 4 bilhões, e aumento do crédito direto para aquisição de materiais de construção).
- aquisição de participação acionária em instituições financeiras

em dificuldades e compra de carteiras de ativos.

- linha de crédito do Banco do Brasil de R\$ 4 bilhões para bancos de montadoras de automóveis, com o objetivo de manter o crédito direto para aquisição de automóveis.

Sem descurar do equilíbrio dos preços e dos fundamentos macroeconômicos conquistados com muito sacrifício nos últimos anos, há espaço para o aproveitamento da crise internacional no sentido de promover reestruturações inadiáveis da economia e da sociedade brasileiras, valendo-nos de algumas vantagens comparativas e avançando em matéria de correção de certas injustiças sociais.

Delinear um programa prioritário para essa reestruturação do Brasil é objetivo a perseguir logo após a presente reflexão.

De qualquer forma, o mundo não vai acabar em 2009 e os impactos do baixo crescimento ou do pequeno encolhimento dos PIBs dos países desenvolvidos deverão ser bem suportados pela economia brasileira.

Abreviaturas

IED – investimento externo direto, ou seja, o valor aportado por investidores registrados como residentes no exterior para ser investido no Brasil, principalmente em aplicações financeiras (mercado de ações, papéis de renda fixa de instituições financeiras confiáveis, opções, futuros, etc.) ou em empreendimentos produtivos

SFI – sistema financeiro internacional, aqui apresentado ilusoriamente como um personagem com sede física existente, dirigentes, reuniões etc., mas que na verdade é uma instituição, ou seja, um fantástico conjunto de regras formais (legislação nacional de cada país, regras pactuadas entre os países para regular as operações, tratados internacionais existentes, instituições de apoio e discussão crítica, etc.) e informais.

S&L – *Saving and Loans*, agentes de crédito hipotecário que captam recursos de poupança popular e emprestam com a garantia de hipoteca sobre imóveis.

MBS – *mortgage backed securities* – título vinculado a/garantido por recebíveis de créditos garantidos por hipotecas.

FED – Sistema de Reserva Federal, corresponde ao Banco Central dos EUA, composto de 12 bancos distritais federais de segunda linha — isto é, cujos clientes são bancos de primeira linha, que operam diretamente com pessoas físicas e jurídicas —, incumbidos também da regulação das atividades bancárias em suas áreas de atuação (*districts*), que cobrem todo o território, sediados em 12 cidades estadunidenses, e mais uma agência federal de reserva (*Board of Governors*). Para maiores detalhes, veja-se <http://www.federalreserveonline.org/>

BIS - *Bank for International Settlements*– Banco Internacional de Compensações, sediado na Suíça, é uma ONG composta de bancos centrais e órgãos de supervisão bancária de todos os países do mundo.

CDS – *credit default swap* - Derivativo baseado na hipótese de inadimplência de um crédito, por conta do risco de falência ou redução no *rating* do devedor. Um CDS de uma instituição supõe um pacote de débitos sobre os quais há expectativa de um risco de não haver pagamento, durante um prazo definido. Caso haja a inadimplência no período de cobertura, a instituição emissora se compromete a pagar ao tomador do CDS.

ABCP- *asset backed commercial papers* – nota promissória que corresponde ao valor presente de uma série de rendimentos gerados por um pacote de créditos vincendos, a certa taxa de juros.

ECFIN - Comitê de Assuntos Econômicos e de Finanças da Comissão Europeia-2008

RM - Região Metropolitana

RIDES - Região Integrada de Desenvolvimento (categoria criada para o entorno de Brasília).

PEA - população economicamente ativa

PO – pessoal ocupado

TEP – tonelada equivalente de petróleo

P&D - pesquisa e desenvolvimento

C&T&I - ciência, tecnologia e inovação

Bibliografia

Bank for International Settlements - 2007- Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional – Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2007, Basilea http://www.bis.org/publ/qtrpdf/rqt0812b_es.pdf

_____. 2008/1 Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2008 – <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

_____. 2008/2 Quarterly Review – Dic. 2008 <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm> – International Money Market Instruments. – Table 13-A, pag. A90

Credit Suisse Securities (USA) LLC - Asset Backed Commercial Papers - Weekly Newsletter – 2008 – Special Edition – 30/12/2008- http://www.securitization.net/pdf/CSFB/ABCP_30Dec08.pdf

CRISP - Centro de Estudos da Criminalidade e Segurança Pública, da UFMG, “Cenários e Diagnósticos da Criminalidade no Brasil www.crisp.ufmg.br/CenariosCriminalidadeBrasil.ppt

Economic and Financial Affairs Committee - European Commission-2009 - Economic Forecast Autumn. http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_articles/article13288_en.htm

EPE-Empresa de Planejamento Energético – 2008 - Balanço Energético Nacional de 2007 – apresentação de Maurício Tolmasquim – Rio de Janeiro 8/5/08

Federal Reserve Bank of St. Louis District– 2009 -Current Economic Conditions by Federal Reserve District – January 2009 – <http://www.federalreserve.gov/fomc/beigebook/2009/>

Fundo Monetário Internacional – 2008 – World Economic Outlook – out/2008 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/index.htm>

Marise FARHI, Daniela M. PRATTES, Maria C. Penido de FREITAS e Marcos Antônio M. CINTRA, 2008 - todos da Unicamp, "A Crise e os Desafios da Nova Arquitetura Financeira Internacional", in "Dossiê da Crise", Associação Keynesiana Brasileira, Nov. 2008, P. Alegre, sítio <http://www.pppe.ufrgs.br/akb>

RIBEIRO, L.C.Q.–2008- Para Onde Vão as Cidades Brasileiras? (Dinâmica da Geografia Urbana, Crise das Cidades, Desenvolvimento, Favelas)-INAE- Instituto Nacional de Altos Estudos-Rio de Janeiro <http://forumnacional.org>

SALOMÃO, L.A. 2008 – “Crise nos Estados Unidos: Onde está a saída?”, in Revista Inteligência – Insight – Ano XI, n. 42, setembro 2008, pag. 82, Rio de Janeiro e São Paulo. Ou no sítio: <http://insightnet.com.br>

_____. 2007 “Sistema Financeiro Internacional: Novas Questões, Novos Atores, Novas Agendas”, in Cadernos de Estudos Estratégicos- n. 7/ 2007, Escola Superior de Guerra/Centro de Estudos Estratégicos, Rio de Janeiro.

_____. 2000- “Política de Transportes de passageiros para a Região Metropolitana do Estado do Rio de Janeiro”-Secretaria de Transportes do Estado do Rio de Janeiro. – Rio de Janeiro, julho de 2000.

_____. 2000- “Política de Transportes de passageiros para a Região Metropolitana do Estado do Rio de Janeiro”-Secretaria de Transportes do Estado do Rio de Janeiro. – Rio de Janeiro, julho de 2000.