

Felipe Tadeu Amaral

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008, IMPACTOS NO BRASIL E NAS
FINANÇAS PÚBLICAS DE MINAS GERAIS: UMA ANÁLISE PRELIMINAR

Belo Horizonte
Outubro de 2009

Felipe Tadeu Amaral

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008, IMPACTOS NO BRASIL E NAS
FINANÇAS PÚBLICAS DE MINAS GERAIS: UMA ANÁLISE PRELIMINAR

Monografia apresentada a Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho (EGMG) da Fundação João Pinheiro (FJP), como requisito parcial para obtenção de graduação no Curso de Administração, Habilitação em Administração Pública.

Orientador: André Abreu Reis

Belo Horizonte

Outubro de 2009

F485c Amaral, Felipe Tadeu

A crise financeira internacional de 2008, impactos no Brasil e nas finanças públicas de Minas Gerais: uma análise preliminar / Felipe Tadeu Amaral. – Belo Horizonte, 2009.

83 f.

Monografia (Curso Superior de Administração Pública) – Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, Fundação João Pinheiro.

Orientador: André Abreu Reis.

1. Ajuste fiscal. 2. Crise financeira internacional. 3. Recessão econômica. 4. Arrecadação fiscal. I. Reis, André Abreu. II. Título.

CDU 336.11

Felipe Tadeu Amaral

A crise financeira internacional de 2008, impactos no Brasil e nas finanças públicas de Minas Gerais: uma análise preliminar.

Monografia apresentada a Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho (EGMG) da Fundação João Pinheiro (FJP), como requisito parcial para obtenção de graduação no Curso de Administração, Habilitação em Administração Pública.

Aprovada na Banca Examinadora

André Abreu Reis (Orientador) - FJP
(Mestre em Administração Pública)

Sílvia Ferreira Júnior - FJP
(Doutor em Economia Aplicada)

João Carlos Vieira Kirdeikas - FJP
(Mestre em Economia)

Belo Horizonte, 28 de outubro de 2009

RESUMO

O sucesso na busca por equilíbrio nas contas públicas estaduais nos últimos anos se deveu, em grande medida, à conjuntura econômica favorável que vigorou no período. A recente crise do sistema financeiro mundial acabou por reverter esse quadro. Trata-se de uma crise de crédito que se instaurou no centro do capitalismo mundial e está diretamente ligada à desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. A especulação do mercado de hipotecas nos Estados Unidos gerou a bolha do mercado imobiliário e os condicionantes para desestabilização do sistema financeiro internacional. A crise na economia se instalou no mundo e afetou o Brasil, mesmo que o país estivesse alheio aos problemas do sistema financeiro internacional. Assim sendo, a crise impactou a economia mineira, culminando na queda de sua arrecadação e levando o governo a tomar medidas de corte de gastos para manter os ajustes. Apesar disso, os resultados fiscais do estado apresentam piora, evidenciando a importância do comportamento da economia para a gestão fiscal do estado.

Palavras-chave: Ajuste fiscal. Crise financeira internacional. Recessão econômica. Arrecadação fiscal.

ABSTRACT

The success achieved in the search for balance of the state's public accounts in the past few years is due, largely, to the favorable economic scenario that prevailed in the period. The recent crisis of the international financial system came to reverse this picture. We are dealing with a credit crisis that has settled in the center of the world's capitalism and is directly connected to the deregulation and liberalization of the financial markets. The speculation in the American real estate market has caused the conditions to the destabilization of the international financial system. The economic crisis has settled in the world and impacted in Brazil, even though the country was unrelated to the problems in the international financial system. Therefore, the crisis impacted the economy of Minas Gerais culminating on the lowering of its collection, forcing the government to cut expenses to keep the adjustments. In spite, the fiscal results of the state show deterioration on the picture, highlighting the importance of the behavior of the economy to the fiscal management of the state.

Keywords: Fiscal adjustment. International financial crisis. Economic recession. Tax revenue (Collection; Fiscal collection)

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.1 – Evolução de Indicadores Macroeconômicos do Brasil entre 1995 e 2008	38
Tabela 3.2 – Variação Marginal do Comércio Varejista no Brasil por Setores em 2008 e 2009	48
Tabela 3.3 – Brasil: Crescimento da Produção Industrial por Categoria de Uso Índice Trimestral.....	51
Tabela 3.4 – Brasil: Taxas de Crescimento do PIB e Principais Setores em Relação ao Trimestre Imediatamente Anterior do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009	54
Tabela 4.1 – Taxas de Crescimento do PIB a Preços de Mercado Minas Gerais e Brasil do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009 (%).....	60
Tabela 4.2 – Taxas de Crescimento do Valor Adicionado (VA), Segundo Setores de Atividade Econômica para Minas Gerais do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009 (%)....	61
Tabela 4.3 – Taxas de Crescimento do Setor Industrial de Minas Gerais no 1º Semestre de 2009 em Relação ao mesmo período de 2008 (%)	62
Tabela 4.4 – Taxas de Crescimento da Produção de Setores da Indústria Mineira no 1º Semestre de 2009 (%) e Contribuição Para o Resultado Global da Indústria	63
Tabela 4.5 – Crescimento do PIB e da Receita Total de Minas Gerais entre 2003 e 2008 (%)	65
Tabela 4.6 – Crescimento do PIB e da Arrecadação de ICMS em Minas Gerais entre 2003 e 2008 (%)	67
Tabela 4.7 Evolução e Variação da Arrecadação do ICMS por Setor em Minas Gerais entre 2003 e 2008.....	67
Tabela 4.8 Comparação das Arrecadações de ICMS, Por Setores, em Minas Gerais Entre os Primeiros Semestres de 2008 e 2009	68
Tabela 4.9 – Execução Orçamentária em Minas Gerais em 2008 e 2009	73
Tabela 4.10 – Indicadores Fiscais em Minas Gerais para os Dois Primeiros Quadrimestres de 2008 e 2009.....	76

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1: Evolução dos Financiamentos Imobiliários <i>Subprime</i> nos EUA no período de 1994 a 2006.....	22
Gráfico 2.2: Mundo – Variação percentual anual do PIB de 2001 a 2009	27

Gráfico 2.3: OCDE – Crescimento do PIB do 1º Trimestre de 2008 ao 1º trimestre de 2009	28
Gráfico 2.4 – EUA: Evolução da Taxa de Desemprego (%) de 2007 a abril de 2009	29
Gráfico 2.5 – Economias avançadas: Variação percentual anual do PIB de 2001 a 2009 ...	30
Gráfico 2.6 – Países emergentes: crescimento do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (países selecionados)	32
Gráfico 2.7 – Economias emergentes: Variação percentual anual do PIB de 2001 a 2009..	32
Gráfico 3.1 – Brasil: Crescimento do PIB (%) de 2000 até o 3º trimestre de 2008	37
Gráfico 3.2 – Brasil: Crescimento da produção industrial (%) de 2000 até o 3º trimestre de 2008	37
Gráfico 3.3 – Brasil: Operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio entre janeiro de 2008 e janeiro de 2009	40
Gráfico 3.4 – Brasil: Taxas de Juros das Operações de Crédito do Sistema Financeiro aos Setores Público e Privado – Recursos Livres (2007 e 2008)	41
Gráfico 3.5 – Brasil: <i>Spread</i> Bancário das Operações de Crédito do Sistema Financeiro aos Setores Público e Privado – Recursos Livres (2007 a 2008)	42
Gráfico 3.6 – Índice de Demanda Externa Efetiva: Variação Percentual Relativa a Igual Período do Ano Anterior de 2007 a maio de 2009	43
Gráfico 3.7 - Variação do Índice de Preços das <i>Commodities</i> no Mercado Internacional entre 2007 e junho de 2009	44
Gráfico 3.8 – Brasil: Exportações e Importações (FOB) de 2005 a 2009	44
Gráfico 3.9 – Brasil: Crescimento da Produção Industrial Mensal e Anualizada de 2007 a Junho de 2009	50
Gráfico 3.10 – Variação da Produção Industrial da Indústria Geral no Brasil, de 1990 a 2009 Índice Semestral.....	52
Gráfico 3.11 – Brasil: Criação líquida de Postos de Trabalho Formais entre 2006 e Junho de 2009.....	53
Gráfico 3.12 – Brasil: Variação do PIB e Principais Atividades (Oferta) em Relação ao Trimestre Imediatamente Anterior do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009	55
Gráfico 3.13 – Brasil: Taxas de variação do PIB e Principais Subsetores no 1º Semestre de 2009 Frente ao 1º Semestre de 2009	56
Gráfico 3.14 – Brasil: Taxas de Variação do PIB do Semestre Frente ao Mesmo Semestre do Ano Anterior	57

Gráfico 4.1 – Participação do ICMS na Arrecadação Total do Estado de Minas Gerais no Ano de 2008 (%).....	66
---	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 – A transmissão de tensões: esquema dos efeitos	31
--	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
2 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: DETERMINANTES, HISTÓRICO E IMPACTOS NA ECONOMIA MUNDIAL.....	15
2.1 A liberalização financeira	16
2.1.1 A instabilidade do modelo: o ciclo de ativos.....	18
2.2 Os determinantes da crise: expansão e queda do mercado imobiliário norte americano	19
2.3 Advento da crise sistêmica: retração do crédito e da atividade produtiva.....	25
2.4 A crise pelo mundo: estagnação e retração da economia.....	26
2.4.1 Impactos nas economias avançadas.....	27
2.4.2 Impactos nas economias emergentes	30
2.5 Considerações finais	33
3 EFEITOS DA CRISE NO BRASIL: ANTECEDENTES, CANAIS DE TRANSMISSÃO E PRINCIPAIS RESULTADOS	35
3.1 Antecedentes da crise no Brasil	36
3.2 Canais de transmissão da crise para o Brasil.....	39
3.2.1 Restrição do crédito externo e interno	39
3.2.2 Contração da demanda e do comércio mundial.....	42
3.2.3 Piora das Expectativas	45
3.2.4 Ações do governo para mitigar os impactos da crise.....	46
3.3 Sinais da crise na atividade econômica: efeitos no comércio, indústria, emprego e PIB.....	47
3.3.1 Comércio.....	47
3.3.2 Produção industrial e emprego.....	49
3.3.3 PIB: “parada súbita” no quarto trimestre de 2008	53
3.4 Considerações finais	57
4 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E FINANÇAS PÚBLICAS: RESULTADOS PRELIMINARES EM MINAS GERAIS.....	59

4.1 Crise em Minas Gerais: derrocada do setor industrial.....	60
4.1.1 Setor industrial: resultado por setores.....	61
4.2 Crise e finanças públicas: queda da receita e o corte de gastos do governo.....	63
4.2.1 O caso do ICMS.....	65
4.2.1.1 Análise da variação do ICMS por setores.....	67
4.2 Medidas adotadas pelo governo mineiro	70
4.3 Os resultados fiscais de Minas Gerais em 2009: uma análise preliminar	71
4.3.1 Comparação 2009/2008 de resultados fiscais e análise de indicadores	72
4.3.2 Comparação de resultados e indicadores fiscais do RREO e RGF 2009/2008	74
4.4 Considerações Finais	76
5 CONCLUSÕES.....	78
BIBLIOGRAFIA	81

1 INTRODUÇÃO

A gestão fiscal dos entes subnacionais brasileiros, até o final do século XX, tinham um grande viés desestabilizador da economia, gerando déficits fiscais crescentes que impossibilitavam a sustentabilidade intertemporal das contas públicas. A situação foi agravada com o Plano Real e sua busca de estabilização da economia, já que foram mantidas altas taxas de juros nesse período. Sob a égide da busca da estabilidade macroeconômica foi delineado um novo pacto federativo fiscal, buscando o saneamento dos estados e promoção de uma política fiscal responsável e sustentável. Nas palavras de Lopreato (2008, p.3):

Os governadores, presos aos problemas da dívida pública e dos bancos estaduais, agravados com as elevadas taxas de juros e o fim do regime de alta inflação, perderam o controle das contas públicas e tornaram-se reféns da crise, possibilitando ao Governo Federal ditar as regras do jogo e definir condições de difícil passagem em outros tempos.

Nesse sentido houve renegociação das dívidas estaduais em 1998 e principalmente a promulgação da Lei nº 101, de 4 de maio de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Esta lei veio para prover a responsabilidade na gestão fiscal do Estado brasileiro, prevenir riscos e corrigir desvios, determinando limites para o endividamento e uma ação planejada e transparente.

No caso de Minas Gerais, houve uma busca por esse ajuste das contas públicas desde então, mesmo porque deveria obedecer aos constrangimentos da LRF. Durante a atual década, o estado conseguiu reequilibrar suas finanças, pelo menos no que tange ao cumprimento de metas estabelecidas, como o nível de gasto com pessoal e da dívida consolidada em relação às suas receitas. No entanto, grande parte do ajuste conseguido estava relacionada com o aumento das receitas, advindas de uma conjuntura econômica altamente favorável que imperou durante boa parte dessa década.

No entanto, essa conjuntura foi bruscamente revertida com o advento da crise financeira internacional de 2008 e seus impactos na economia brasileira. A crise nasceu no centro do capitalismo mundial, ao contrário das crises cambiais da Rússia e asiática, durante a década de noventa. Trata-se de uma crise muito relacionada com o contexto econômico que imperou durante as últimas décadas, baseado na desregulamentação dos mercados e diminuição do Estado como figura atuante no sentido de corrigir suas distorções. Essa crise

teve impactos no Brasil, revertendo um quadro econômico de aceleração das taxas de crescimento.

Assim sendo, o presente trabalho tem o objetivo geral de checar como essa mudança do quadro econômico influenciou sob as finanças públicas estaduais, tendo em vista a busca pelo ajuste. Para isso, se divide em cinco capítulos, contando com essa introdução. A segunda parte objetiva traçar um panorama da crise financeira internacional a partir de seus principais condicionantes. Será traçado o histórico de acontecimentos, marcados pela liberalização e a globalização financeira, e como se deram os problemas no mercado hipotecário americano, que culminou na crise de seu sistema financeiro e a deflagração da crise internacional, em setembro de 2008, com a falência do banco de investimentos americano *Lehman Brothers*. Depois será analisado quais os principais impactos na economia mundial do ponto de vista conjuntural através de gráficos e números que indicam a derrocada da economia mundial perante a crise.

O terceiro capítulo vai tratar especificamente do Brasil. O país não estava envolvido diretamente com os créditos de má qualidade e, portanto, seu sistema financeiro poderia ser considerado alheio ao pessimismo que se instaurara no cenário internacional. Porém, em um mundo de economias cada vez mais globalizadas e interdependentes, ele não poderia deixar de sentir os impactos da crise. Assim, serão analisados de que modo a crise chegou ao Brasil e quais os principais resultados conjunturais da economia brasileira no período.

Diante disso, o quarto capítulo vai tratar do caso de Minas Gerais, principalmente no que se refere às suas finanças públicas. Como foi dito, o estado teve de empreender a busca do ajuste fiscal e teve certo êxito apoiado em grande parte pela conjuntura. Assim, com a crise instalada, quais seriam os resultados fiscais do estado? É certo que a crise afeta a arrecadação, então a hipótese que se levanta é a de que haverá uma deterioração do quadro fiscal. O quarto capítulo assim terá o objetivo de analisar em que medida se dá a influência da conjuntura de crise econômica sob as contas do estado, no que tange à arrecadação, e quais os impactos em alguns indicadores fiscais baseados nos relatórios previstos na LRF, os quais medem a “saúde” das contas públicas estaduais.

O quinto capítulo consiste na conclusão, onde são colocadas, de forma sucinta, as principais considerações a respeito dos resultados e das análises feitas no trabalho. A crise foi

grave, afetou a economia brasileira e, por conseguinte, a economia e as finanças públicas estaduais mineiras. Diante dos resultados preliminares dos indicadores fiscais em Minas Gerais, conclui-se que o estado deve continuar a busca por ajustes estruturais em suas contas, de modo a evitar riscos futuros.

2 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: DETERMINANTES, HISTÓRICO E IMPACTOS NA ECONOMIA MUNDIAL

O presente capítulo tem o objetivo de traçar um histórico da conjuntura que gerou as condições para deflagração da crise financeira internacional que se iniciou em meados de 2007 e se aprofundou em 2008, bem como demonstrar seus principais impactos na atividade econômica mundial. Trata-se de uma crise de crédito clássica, na qual a deterioração das expectativas fez com que o crédito farto de um momento de expansão econômica sofresse uma queda brusca, afetando a produção, o consumo, os investimentos e causando recessão.

Tal crise se insere no contexto de implantação do “modelo de liberalização” que caracteriza as últimas décadas, marcadas pelo aumento da eclosão de crises financeiras. Houve nesse período um maior grau de separação entre riqueza financeira da real. Essa separação acaba sendo responsável por surtos especulativos em determinados setores.

No caso da crise financeira de 2008 a especulação esteve relacionada ao mercado imobiliário norte-americano. Os preços dos imóveis americanos tiveram uma valorização exacerbada, principalmente a partir do início dos anos 2000, criando a bolha imobiliária. Esta bolha sustentou o crescimento econômico baseado na expansão do crédito, que levou diversas instituições financeiras a ficarem muito alavancadas, ou seja, com grande proporção de passivos em relação aos seus ativos nos balanços patrimoniais.

Os mutuários se encontraram em serias dificuldades com a queda dos preços dos imóveis, aumentando acentuadamente a inadimplência e deixando diversas instituições financeiras em situação de insolvência, principalmente aquelas que estavam envolvidas com créditos hipotecários de alto risco (*subprime*). Este tipo de crédito inundou o mercado financeiro americano e dos principais países do mundo, dada a rede financeira que se formou em escala global, principalmente a partir da década de noventa. As inovações financeiras e as securitizações são também de suma importância nesse contexto, pois deram sinais errados para o mercado e espalharam os créditos de má qualidade por grande parte do sistema financeiro internacional.

Tendo em vista exposto, a pergunta a ser respondida é: quais foram os determinantes da expansão do crédito no mercado financeiro dos EUA, que acabou por dar origem à bolha

imobiliária? Pode-se dizer que as duas principais causas são a liberalização financeira do início dos anos noventa e a política de juros praticada nos EUA a partir de 2001.

Assim sendo o capítulo se divide em quatro seções. Na primeira seção será tratado, de maneira sintética, quais foram os determinantes da implantação do modelo de liberalização financeira, que se tornou hegemônico no mundo, e como esse modelo acaba por estar relacionado com uma maior propensão a eclosão de crises.

A segunda seção tratará do caso norte-americano propriamente dito, com os determinantes do aumento do crédito, principalmente o hipotecário baseado na apreciação dos imóveis. Será tratado também como o aumento do crédito acabou por se estender ao mercado arriscado do *subprime*, que tornou o sistema ainda mais frágil. Diante da queda dos preços dos imóveis, aumentou a inadimplência principalmente desse setor, nos quais estavam lastreados ativos financeiros espalhados por grande parte do sistema financeiro mundial, desencadeando a queda do preço de ativos, insolvência e quebra de muitas instituições financeiras, levando a uma grande retração do crédito na economia.

A terceira seção trará os principais impactos da crise de crédito na atividade produtiva mundial. Devido às características dos mercados financeiros, a crise impactou primeiramente as economias dos países de economias avançadas, os quais se envolveram diretamente com os créditos de baixa qualidade. Os países emergentes também foram afetados posteriormente, caracterizando uma verdadeira crise mundial. A quarta seção traz as principais considerações a respeito do exposto.

2.1 A liberalização financeira

A década de setenta foi um momento de inflexão na visão que se tinha a respeito do papel do Estado na economia. A situação a partir do final dos anos 60 se tornara caótica com estagnação produtiva, elevação da inflação e do desemprego e dificuldades fiscais dos governos nos principais centros do capitalismo mundial. O Estado passou a ser visto como grande demais e ineficiente, sendo assim um limitador das forças de mercado. Nesse sentido, o mercado financeiro, um dos principais propulsores do crescimento econômico, estaria limitado pela excessiva intervenção estatal. Essa limitação seria atribuída ao grande número

de regulamentos e controles estatais que distorciam as forças auto-reguladoras do mercado e reduziam a eficiência econômica.

Diversas idéias favoráveis a desregulamentação do mercado financeiro surgiram no meio acadêmico. Um exemplo das idéias teóricas que mais influenciaram nesse sentido são os trabalhos de Shaw (1973, apud HERMANN, 2003b) e McKinnon (1973, apud HERMANN, 2003b). Esses autores criticaram a política financeira vigente até a década de setenta, cunhando-a como uma “política de repressão financeira”. Eles criaram um modelo com o objetivo de demonstrar como o controle e a regulamentação sobre o mercado financeiro prejudicava a taxa de poupança na economia e assim sua taxa de investimento e crescimento. Idéias como essa passaram então a influenciar gestores de política econômica em todo mundo, desencadeando o processo de diminuição do aparato estatal, com privatizações, desregulamentações e liberalizações (HERMANN, 2003b).

Dessa forma o mundo viveu nas últimas duas décadas do século XX um abrangente processo de liberalização financeira, o qual se inseriu no contexto da hegemonia do pensamento e de práticas econômicas de cunho neoliberal. O “modelo de liberalização” da área financeira que foi implantado tanto em países desenvolvidos quanto em países em desenvolvimento durante os anos oitenta se baseou em duas linhas básicas:

a) desregulamentação do setor, especialmente dos bancos, expressa na gradual eliminação de controles legais sobre taxas de juros, alocação do crédito e áreas de atuação das instituições financeiras; b) ampliação do grau de abertura financeira, tanto para a captação de recursos externos na forma de empréstimos e investimentos “de portfólio”, quanto para a entrada de instituições estrangeiras nesses mercados. (HERMANN, 2003a, p. 2)

Esse modelo de liberalização foi aplicado nos principais países do mundo, sendo uma das características da globalização e coincidiu com um momento grande instabilidade sistêmica e de crises financeiras, que desde então vem ocorrendo com maior frequência, como podem atestar crises como a do Japão no início da década de 90, a do México em 1994, a asiática em 1997/1998 e da Rússia e 1998.

A primeira linha expressa o maior grau de liberdade que foi conferida para atuação das instituições financeiras, com enfoque especial para a eliminação de controles de atuação das instituições financeiras que tornou possível a dessegmentação do mercado financeiro. Isso

torna possível que uma crise em determinado segmento do mercado financeiro se alastre para todo o sistema, por sua interligação (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009). A segunda linha diz respeito à globalização financeira com o aumento do fluxo e da mobilidade de capital, que interliga e torna os mercados internacionais interdependentes, fazendo com que a crise em um país possa se alastrar mais facilmente em uma escala global. Destarte, pode-se dizer que tais características do modelo tornaram as crises mais propensas a serem sistêmicas, tanto em nível nacional como em nível internacional.

2.1.1 A instabilidade do modelo: o ciclo de ativos

Passou a existir, com o advento da liberalização financeira, um maior grau descolamento da riqueza produzida ou “real” da riqueza financeira. O que está por traz disso é a própria desregulamentação financeira que torna possível o aumento do crédito e ao mesmo tempo uma maior desestabilização do sistema. Grande parte do crédito então disponível na economia tem como destino a aquisição de ativos, sejam eles mobiliários ou imobiliários, por famílias e empresas. (CARNEIRO, 1999)

Ocorre então uma valorização de determinados ativos baseados na especulação. Os agentes utilizam o crédito para adquirirem os ativos esperando que eles se valorizem e então eles possam obter ganhos. Porém a existência do ciclo de ativos acaba gerando a instabilidade desse sistema. Em um primeiro momento, os ativos se valorizam devido a grande demanda desencadeada pela grande oferta de crédito. Nesse momento a oferta não consegue suprir a demanda e os preços continuam subindo. Assim, esses ativos passam a ter uma maior participação no patrimônio de empresas e famílias, devido ao ganho patrimonial proporcionado pela valorização. Os ganhos financeiros dessas famílias e empresas fazem com que seus gastos com consumo e investimento acabem sendo superiores a sua renda corrente, configurando um cenário de instabilidade.

Posteriormente ocorre a reversão do ciclo, ou seja, os preços desses ativos caem deixando em dificuldades os diversos agentes na economia que apostaram em sua valorização em determinado momento. Dessa forma, haverá uma queda do investimento e do consumo, afetando diretamente o sistema financeiro com retração do crédito na economia. A intensidade da depreciação dos ativos e de seus efeitos na renda determinará o grau de retração do crédito e, por conseguinte, da retração da atividade econômica.

As crises financeiras eclodem devido aos incentivos que são dados aos agentes no contexto de uma economia financeirizada e liberalizada. Tais incentivos acabam sendo no sentido do aumento da especulação. Os agentes econômicos fazem os seus cálculos tendo em vista o que eles podem ganhar via especulação, analisando as taxas de juros praticadas e o grau de valorização dos ativos que eles podem adquirir. Esses ganhos se baseiam em uma aposta e não em um ganho produtivo que possa se originar do investimento. Nas palavras de Carneiro (1999, p. 7):

Quanto mais aprofundada a liberalização mais a lógica especulativa toma conta dos agentes. Ou seja, com mercados amplos e líquidos o objetivo de qualquer investimento não é o de adquirir ativos que possam produzir um fluxo de rendimentos que capitalizados à taxa de juros corrente supere o valor inicial desembolsado. Essa diferença entre preço de compra e valor de mercado é determinada pela variação de curto prazo no valor de mercado desses ativos que no mais das vezes ocorre de maneira independente da evolução dos fundamentos.

Assim, a financeirização cada vez maior da economia se torna a norma de comportamento dos agentes econômicos, os quais passam a ter a especulação como lógica de ação. E a especulação exacerbada acaba por provocar crise de maior ou menor intensidade, para corrigir os seus excessos, o que é corroborado por muitos exemplos na história econômica. Segundo Kindleberger (2000, p. 2) “Pode-se demonstrar que a especulação desmedida, tida em suma como uma mania, e a reação a esse excesso, em forma de crise, crash ou pânico, é, senão inevitável, historicamente comum.”

2.2 Os determinantes da crise: expansão e queda do mercado imobiliário norte americano

Pode-se dizer que a liberalização financeira ocorrida nos anos 90 nos EUA tornou possível o aumento exacerbado do crédito. Em primeiro lugar, ela conferiu maior liberdade de ação para as instituições financeiras. Houve, de fato, a eliminação de muitas das amarras que limitavam a expansão do crédito e algumas delas foram determinantes para gerar todo o contexto que se formou para o início da crise. Stiglitz¹ (2003) reconhece o papel importante que a desregulamentação teve para o aumento da competição entre as instituições financeiras, que, por sua vez, levou a uma “corrida desesperada”, utilizando a forma como ele se expressa,

¹ Joseph Stiglitz participou diretamente do governo Bill Clinton, como presidente do Conselho de Assesores Econômicos (*Council of Economic Advisers*) da presidência.

para o fornecimento de empréstimos e produtos financeiros. Houve, por exemplo, a dessegmentação do mercado financeiro. O sistema que era tradicionalmente formado por dois tipos de bancos – de investimento e comercial – foi mudado. Nos anos noventa, foi permitido que esses bancos se fundissem, o que significou maior liberdade para ação das instituições financeiras existentes, aumentando sobremaneira a concorrência.

A desregulamentação, aliada às baixas taxas de juros praticadas pelo Federal Reserve (Fed - o banco central dos EUA), durante os anos noventa, e à diminuição dos controles sobre as taxas de juros dos bancos, fez com que aumentasse a oportunidade de lucros das instituições financeiras. Houve quebra das regras de controle quantitativo, de supervisão e de transparência das instituições financeiras (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009). Essas condições tornaram possível o surgimento de um sistema bancário paralelo. O sistema financeiro americano, antes baseado nos bancos comerciais regulamentados, passou a conviver com a ação de instituições financeiras que não faziam parte desse sistema. Essas instituições poderiam atuar no mercado de crédito sem as mesmas responsabilidades dos bancos tradicionais, passando então a ter posições muito alavancadas. A existência desse sistema aumentou a fragilidade sistêmica, além de ter contribuído sobremaneira para a expansão creditícia e de liquidez na economia. A desregulamentação teve ainda como consequência o aumento das inovações financeiras e securitizações de crédito, as quais tiveram papel importante para a deflagração e dimensão da crise financeira.

Devido ao período de recessão que se iniciou em 2001, consequência do estouro da “bolha da internet”², o Fed retomou a política monetária expansionista, com quedas contínuas das taxas de juros a partir de então. Assim sendo, com o aumento da concorrência, as possibilidades dadas pela liberalização para a expansão do crédito, e a política de juros praticada nos EUA, as instituições financeiras perceberam que o mercado dos créditos hipotecários poderia ser uma das grandes fontes de renda e esse passou a ser marcado por grande apreciação.

O FED iniciou o processo de queda de juros para atacar a nascente recessão em 2001. Uma consequência foi o direcionamento de capitais para o setor imobiliário, considerado uma alternativa segura em tempos de grande volatilidade nas bolsas de valores. O crescimento do setor imobiliário norte-americano esteve intimamente relacionado à expansão do crédito, provocada pelos baixos juros e inovações financeiras, especialmente a securitização e o

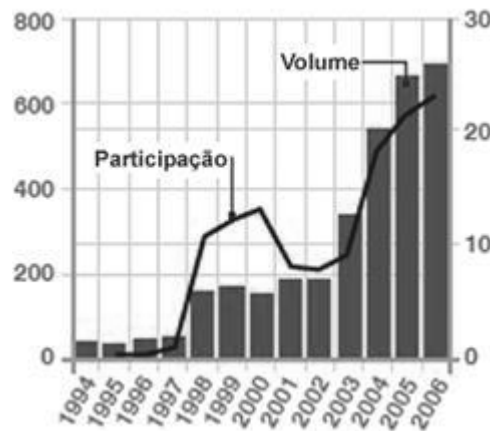
² Para maiores detalhes ver Stiglitz (2003).

desenvolvimento de mercados secundários líquidos para esses títulos.
(FERREIRA, 2008, p. 165)

Com a expansão continuada da oferta de crédito a partir das desregulamentações e da queda das taxas de juros, aumentou significativamente a demanda por imóveis, que tem uma correlação positiva muito forte com a disponibilidade de crédito a condições favoráveis para os mutuários. Dessa forma os preços dos imóveis passaram a subir continuamente com elevação de 2,3% ao ano durante o período de 1995 a 2000. Porém a bolha começou a inflar realmente após o impulso dado pela diminuição dos juros feita pelo Fed. A taxa básica de juros caiu de 6% para 1% entre os anos de 2001 e 2004. Os preços dos imóveis então passaram a subir vertiginosamente, em uma média de 6,4% ao ano, sendo que em 2005, o ano de pico, os preços subiram 14%. Esse crescimento dos preços no mercado imobiliário fez com que aumentasse ainda mais a procura pelos financiamentos para a compra de imóveis, devido à especulação que tomara conta do mercado. Como as demandas por imóveis e, por conseguinte, por crédito estavam aquecidas, tanto as instituições financeiras quanto os mutuários apostavam que os preços continuariam subindo.

Tem grande importância nesse contexto o crescimento dos créditos hipotecários *subprime*. A existência de crédito abundante e facilitado aliado ao crescimento do setor imobiliário norte-americano fez com que as instituições financeiras buscassem novos meios para financiar a aquisição de imóveis. A forma encontrada para expandir o mercado foi então incluir uma parte da população que era excluída desse mercado, por não possuírem renda comprovada, serem incapazes de dar entrada ou garantias, ou ainda por estarem inadimplentes. Assim, esse tipo de crédito hipotecário de alto risco cresceu muito durante o período de frenesi do mercado imobiliário. O Gráfico 2.1 a seguir ilustra quanto cresceu o número das hipotecas *subprime* durante o período de explosão da bolha. Pode-se depreender do gráfico o quanto cresceu tanto o fluxo anual dos financiamentos imobiliário *subprime* quanto a sua participação no mercado, principalmente a partir de 2003, quando as taxas de juros praticadas alcançaram os menores níveis.

Gráfico 2.1: Evolução do Financiamentos Imobiliários *Subprime* nos EUA no período de 1994 a 2006. Fluxos Anuais em US\$ Bilhões (Eixo Esquerdo) e Participação no Mercado Imobiliário em % (Eixo Direito)



Fonte: extraído de BBC News - The US sub-prime crisis in graphics. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm>. Acesso em: 03/05/09.

O crescimento dos créditos hipotecários *subprime* está diretamente relacionado com o aumento das práticas de securitizações de créditos. As securitizações são processos complexos que, simplificados, consistem na conformação de títulos financeiros com uma parte da remuneração lastreada nas hipotecas *subprime*. Esse processo criou uma falsa impressão de créditos seguros a partir da lógica de “diluir” o risco dos créditos de alto risco em derivativos de crédito. Esses derivativos eram então classificados de acordo com seu grau de segurança pelas agências de *rating*, que por sua vez davam grau de investimento (AAA) para esses produtos financeiros. Então a instituição financeira repassava o título securitizado a outros investidores institucionais.

As instituições financeiras adotaram a securitização para expandir o crédito. Os créditos imobiliários passaram a constituir títulos, Collateralized Debt Obligations - CDO, negociados nos mercados e avaliados por agências de risco. Os CDO's são compostos por diferentes classes de créditos, oferecendo opções adequadas à propensão ao risco de cada investidor. A securitização ao difundir o risco no mercado facilita a captação e aumenta a tolerância ao risco por parte dos originadores das operações. (FERREIRA, 2008, p. 165)

O processo de securitização permitiu a explosão das hipotecas *subprime*, pois dispersou, pelo menos em tese, seus riscos, incentivando que mais financiamentos fossem concedidos a esse seguimento. Porém, a simples dispersão do risco não pôde reduzir o risco sistêmico que efetivamente existia, o que, num contexto de mercados fortemente

interconectados, fez com que a crise em um mercado específico arrastasse o conjunto do sistema financeiro (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009).

A partir do ano de 2006, após atingir o pico, os preços dos imóveis começaram a cair e a bolha a desinflar, configurando a reversão do ciclo desse ativo. Pode-se dizer que as características próprias do mercado imobiliário, com seus ciclos de investimento, levaram a queda brusca dos preços, como bem coloca Stiglitz (2003, p. 38), analisando os altos e baixos da economia de mercado:

Toda bolha termina; em geral há dinâmicas internas que causam sua própria destruição. Nas bolhas do mercado imobiliário, por exemplo, os preços altos levam a mais investimento e, no fim das contas, o desencontro entre oferta crescente e demanda em queda provocada por preços sempre em alta não consegue ser evitado.

No caso do estouro da bolha imobiliária, devem ser ressaltadas as especificidades do mercado que a tornaram uma bolha especulativa realmente perigosa. Primeiramente, o ciclo de investimento é de longa duração, pois o tempo de construção de uma casa é relativamente grande. Os investimentos feitos para suprir uma demanda de um momento demoram a alcançar resultados. Assim sendo, há um grande descompasso entre oferta e demanda nesse setor. Se os preços dos imóveis estiverem elevados há um grande incentivo para a construção. Porém, quando as casas estiverem prontas para serem comercializadas o seu preço poderá despencar devido ao grande número delas, ou seja, ao aumento da oferta. Isso implica que os investimentos feitos para a construção de uma casa, feitos devido à alta valorização dos preços no mercado, podem ser frustrados.

A formação de bolhas especulativas é um fenômeno irracional e de difícil previsão “(...) um otimismo irracional que, com frequência, é seguido por um pessimismo não menos irracional.” (STIGLITZ: 2003, pg. 110). Foi exatamente esse o caso da bolha imobiliária americana. Houve um clima de euforia causado pela intensa elevação dos preços que gerou uma verdadeira “mania especulativa”, utilizando a terminologia de Kindleberger (2000). Essa mania veio do otimismo que se mostrou irracional. Instituições financeiras e mutuários apostaram na continuidade da elevação dos preços e tomaram suas decisões de financiamento e de investimento a partir disso. Quando o ciclo se reverteu e a oferta de casas aumentou, os preços começaram a cair, gerando um clima de pessimismo que fazia os preços caírem ainda mais, pois cada vez mais os proprietários tentavam se ver livres dos imóveis desvalorizados.

Nesse contexto, deve-se ressaltar também o aumento das taxas de juros nos EUA a partir do ano de 2004, já que a contração monetária nesse momento foi também importante para desinflar a bolha.

A queda dos preços trouxe grandes dificuldades para os mutuários que receberam os financiamentos hipotecários *subprime*. O aumento dos preços significava ganhos de renda para essas pessoas, que utilizavam a valorização para refinanciar seus empréstimos ou para obterem novos empréstimos para utilizar no consumo. Muitos mutuários *subprime* refinanciavam suas hipotecas passando para as hipotecas *prime*, com condições melhores para o pagamento da dívida. A queda dos preços dos imóveis significou, ao contrário, perda de renda. Além de ficarem presos às condições do *subprime*, os contratos exigiam pagamentos adicionais caso os preços dos imóveis caíssem abaixo das hipotecas. A situação se tornou ainda pior, tendo em vista a contínua queda dos preços, e os proprietários eram cada vez mais obrigados a venderem suas casas. (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009)

A partir desse momento, com a queda dos preços dos imóveis aliado ao aumento dos encargos das dívidas, explodiu a inadimplência do segmento *subprime* mostrando que o risco a que todos estavam se submetendo era muito maior do que pensavam. Cabe ressaltar ainda o papel importante das securitizações para agravar a situação. Classificados como créditos seguros, os títulos lastreados no *subprime* iludiram o mercado financeiro e foram espalhados por todo o sistema. Como observam Farhi e Cintra (2009, p. 275):

Na atual configuração dos sistemas financeiros, os derivativos de crédito e os produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito replicaram e multiplicaram tais prejuízos por um fator desconhecido e redistribuíram, globalmente, os riscos deles decorrentes para uma grande variedade de instituições financeiras.

Dessa forma, a crise sistêmica, marcada por grande desvalorização de ativos e processo de insolvência no sistema financeiro global, era iminente. As instituições financeiras possuíam grande parte dos seus ativos financeiros na forma dos derivativos lastreados no *subprime*. Com o crescimento da inadimplência a partir de 2007, elas perceberam que estavam com ativos financeiros problemáticos, pois não teriam o retorno esperado. Houve então uma corrida para a venda desses títulos que passaram então a ter uma queda vertiginosa de seus preços de mercado. Com os ativos desvalorizados as instituições financeiras perderam patrimônio, gerando uma crise de insolvência que começou a comprometer o sistema

financeiro. Para piorar, outros papéis semelhantes ao *subprime* também tiveram queda acentuada nos preços devido a profunda deterioração das expectativas.

2.3 Advento da crise sistêmica: retração do crédito e da atividade produtiva

A dispersão dos créditos hipotecários de alto risco pelo sistema financeiro mundial, no contexto de globalização financeira, fez com que diversos bancos e instituições financeiras importantes de vários países além dos Estados Unidos fossem afetados pela desvalorização de ativos financeiros. Iniciou-se uma onda de insolvência generalizada no setor financeiro mundial, dado o alto nível de alavancagem dessas instituições. A percepção que os governos tiveram inicialmente foi de que se tratava de uma crise de liquidez, a qual poderia ser sanada por meio de injeções de liquidez pelos Bancos Centrais. Houve a partir de então programas de resgate do sistema financeiro com injeções de liquidez, renúncias fiscais e corte das taxas de juros.

Porém, devido a continuidade e agravamento dos problemas, a percepção mudou. Com a estagnação do crédito, a crise passou a ser considerada como uma crise de insolvência e desconfiança que tomara conta do mercado financeiro. Os governos começaram a intervir mais diretamente para salvar o sistema financeiro. Duas importantes instituições americanas de fomento imobiliário, a Fannie Mae e a Freddie Mac, as quais se encontravam em sérias dificuldades, foram praticamente estatizadas, com o Tesouro americano assumindo sua gestão e injetando até US\$ 100 bilhões em cada uma delas. (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009)

Porém a crise se instalou de vez quando o *Lehman Brothers*, um dos maiores bancos de investimento dos EUA, quebrou no dia 15 de setembro de 2008, sem que houvesse intervenção estatal para restaurar a confiança do mercado como havia ocorrido anteriormente. O *Lehman Brothers* era um banco grande demais para quebrar e a crise sistêmica foi a consequência natural. A falta de intervenção para evitar a sua quebra foi um indicativo negativo para o mercado financeiro. Nas palavras de Farhi e Cintra (2009, p. 278):

A falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, constituiu o ponto mais agudo da crise, que passou a apresentar contornos sistêmicos. Ela acarretou a paralisação das operações interbancárias e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global.

O fato foi que, após a falência do Lehman Brothers, a desconfiança tomou conta de vez do mercado financeiro. Várias instituições financeiras ficaram em condições ainda mais difíceis. A seguradora AIG, por exemplo, quebrou e teve que recorrer a um plano de ajuda governamental para não decretar falência. A crise de crédito se estabeleceu com o empocamento de liquidez, ou seja, as instituições financeiras passaram a restringir o crédito, temendo a incapacidade de obterem retorno. Com a paralisia do crédito tanto no interbancário quanto para a produção e o consumo, a economia começou a entrar em declínio.

Se o crédito, oxigênio da produção, dos investimentos e do consumo, deixa de fluir e lubrificar esses circuitos, a economia “real” perde forças e vai sendo empurrada, inexoravelmente, para a recessão. (GONTIJO E OLIVEIRA: 2009, p. 2).

Diante da turbulência econômica, as bolsas dos principais países do mundo começaram a ter quedas acentuadas, somando perdas financeiras trilionárias. Os governos dos EUA e de países da Europa apresentaram pacotes de ajuda ao sistema financeiro para amenizar a tensão do mercado e mitigar as perdas. Foram tomadas medidas para injeção de capital em bancos e empresas, compra de ativos financeiros ou empréstimos, concessão de garantias a depósitos e outras obrigações bancárias, no intuito de reativar o crédito, além de terem sido lançados pacotes de política fiscal nos moldes keynesianos para reanimar a demanda. Houve ainda um movimento global de diminuição das taxas de juros. Porém, mesmo que essas ações possam ter ajudado a amenizar os ânimos e evitar danos ainda maiores para o sistema financeiro e a economia em geral, elas não foram capazes de devolver totalmente a confiança e evitar o aprofundamento iminente da recessão.

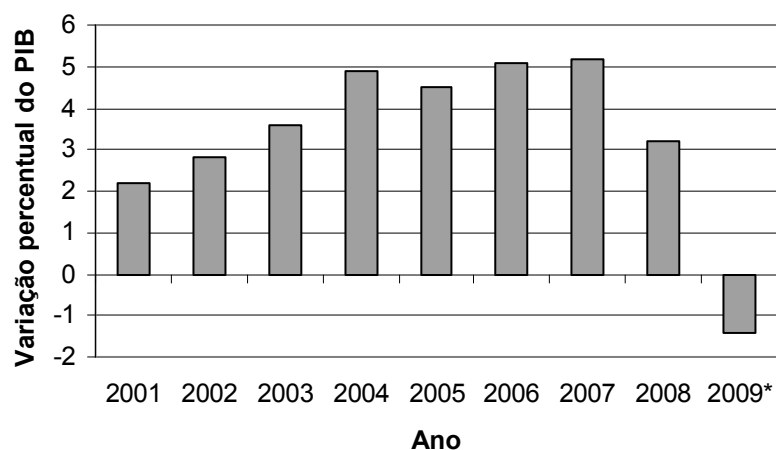
2.4 A crise pelo mundo: estagnação e retração da economia

Ante o colapso do sistema financeiro mundial, a generalização da perda de confiança e a interrupção do crédito, a economia mundial vem sofrendo contração da atividade econômica no ano de 2009. Segundo o Fundo Monetário Internacional esta seria a recessão mais profunda e sincronizada desde o pós-guerra, com a economia mundial sofrendo uma contração de aproximadamente 1,5% em relação a 2008, apesar das inúmeras medidas tomadas pelos governos para tentar restabelecer a saúde do setor financeiro e para aumentar a demanda agregada da economia. A atividade econômica sofre contração nas economias avançadas e desaceleração nas economias emergentes e em desenvolvimento, em comparação com as taxas de crescimento observadas no período 2003-2007. Ainda segundo o fundo, há a

perspectiva de melhora da situação econômica mundial, na medida em que as tensões do mercado financeiro vão sendo sanadas, e já se aguarda a recuperação do crescimento em 2010. Porém, a estabilização é desigual entre os países e a recuperação é lenta. (FMI, 2008)

O Gráfico 2.2 abaixo apresenta a evolução da variação do produto mundial com a projeção para o ano de 2009. Pode-se perceber que em 2008 já acontece uma considerável desaceleração seguida por uma retração econômica em 2009, de acordo com as projeções do FMI.

Gráfico 2.2: Mundo – Variação percentual anual do PIB de 2001 a 2009



Fonte: FMI.
*Projeção

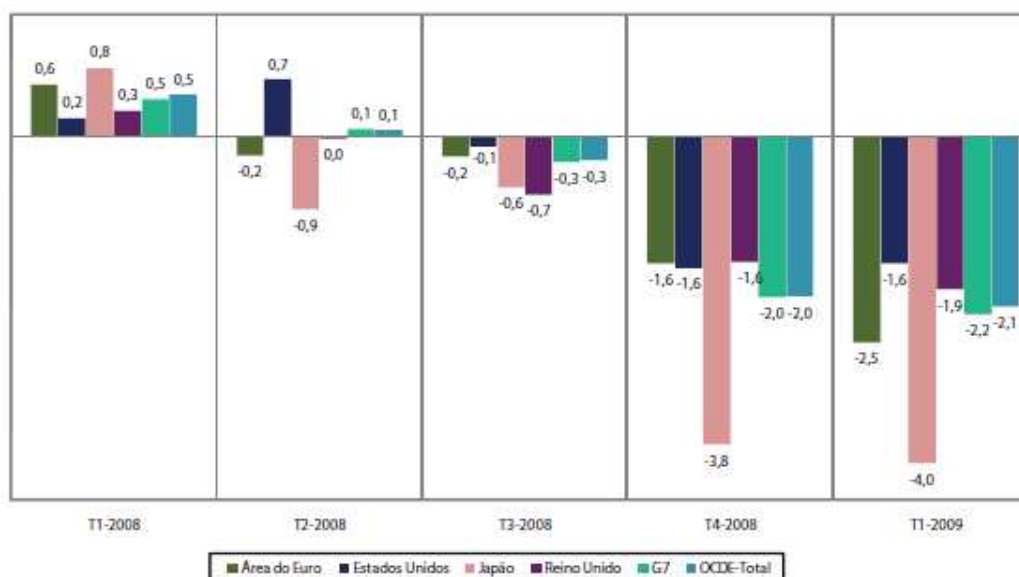
2.4.1 Impactos nas economias avançadas

Os países de economias avançadas, os mais atingidos pela crise, enfrentam dura contração econômica. Ela se aprofundou a partir do quarto trimestre de 2008, quando a grande maioria desses países entrou em recessão técnica³. A contração aumentou ainda mais durante o primeiro trimestre de 2009. O Gráfico 2.3 demonstra como se iniciou a efetiva queda do PIB dos países da OCDE.

³ Convenciona-se que a recessão técnica consiste em dois trimestres consecutivos de contração da atividade econômica.

Gráfico 2.3: OCDE – Crescimento do PIB do 1º Trimestre de 2008 ao 1º trimestre de 2009

(variação percentual em relação ao período anterior, com ajuste sazonal)

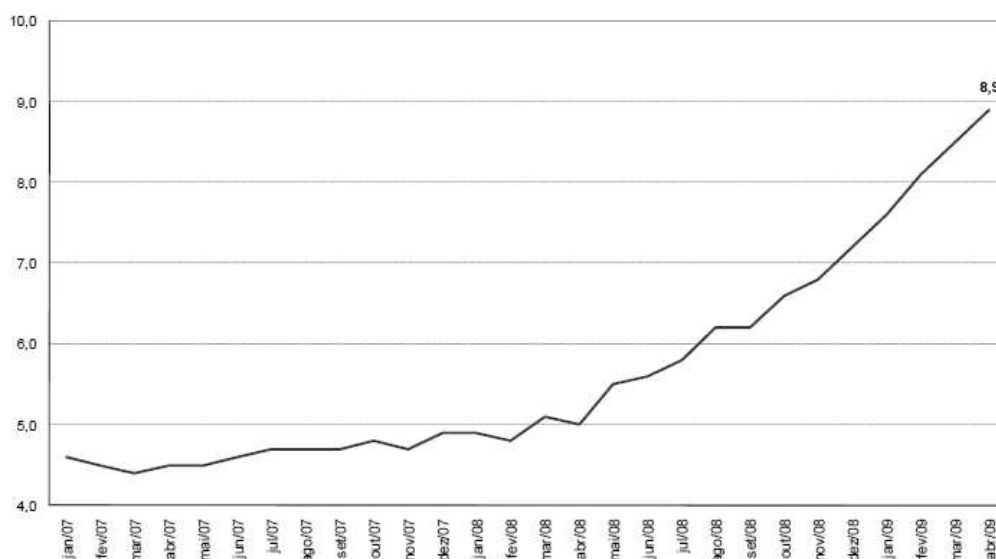


Fonte: OCDE. Elaboração Grupo de Conjuntura - Fundap

Nos Estados Unidos, houve uma abrupta interrupção do crédito para o consumo e a produção, devido à deterioração do sistema financeiro e das perspectivas econômicas. O consumo das famílias ficou comprometido pela dificuldade de se obter crédito e pela incerteza de manutenção do emprego, além das perdas ocorridas pela desvalorização dos ativos financeiros. Com relação às empresas, o nível de investimento caiu acentuadamente diante da dificuldade de crédito, da elevação dos estoques e das perspectivas ruins com relação à economia em geral (FUNDAP, 2009b). Assim, a economia americana enfrentou quedas sucessivas de 1,6 % de seu PIB no quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009.

Outro indicador que proporciona uma visão da profundidade da crise nos EUA é o considerável aumento da taxa de desemprego após o início da crise. O Gráfico 2.4 dá o panorama da situação. Pode-se perceber aumento expressivo do desemprego, principalmente a partir do segundo semestre de 2008, quando se intensificou a crise do sistema financeiro.

Gráfico 2.4 – EUA: Evolução da Taxa de Desemprego (%) de 2007 a abril de 2009

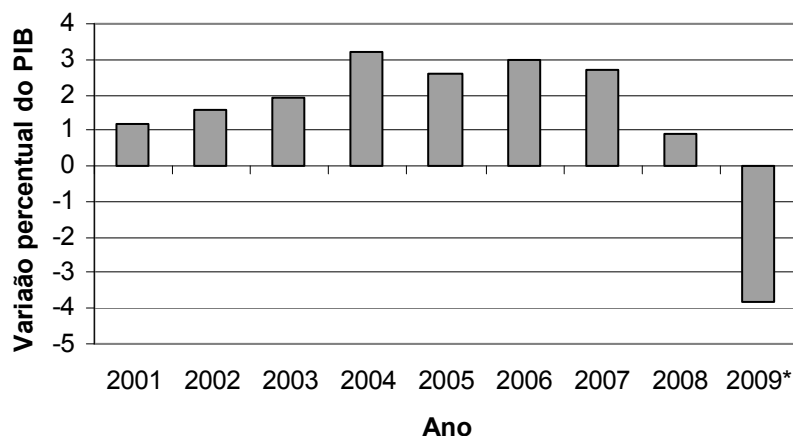


Fonte: Bureau of Labor Statistics. Elaboração: Grupo de Conjuntura da FUNDAP.

Os principais problemas dos países da Área do Euro são parecidos com os encontrados nos EUA, em que se destaca a contração do crédito para o investimento, a produção e o consumo. Entretanto, segundo o Grupo de Conjuntura da Fundap (2009b), esses países ainda tiveram maiores dificuldades devido à dependência das exportações, que foram muito afetadas pela deterioração do quadro econômico mundial, e por limitações existentes ao uso de política fiscal anticíclica. Assim, depois de uma queda de 1,6%, houve uma queda ainda mais acentuada de 2,5% do produto no primeiro trimestre de 2009 (FUNDAP, 2009b).

Diante de tais resultados, é esperada uma grande contração do PIB dos países de economia avançada em relação aos resultados que vinham sendo obtidos nos últimos anos. Pode-se observar no Gráfico 2.5 que as economias desses países sofreram um considerável desaquecimento em 2008, devido aos problemas do sistema financeiro desde 2007, e se projeta grande contração da atividade econômica em 2009.

Gráfico 2.5 – Economias avançadas: Variação percentual anual do PIB de 2001 a 2009



Fonte: FMI.

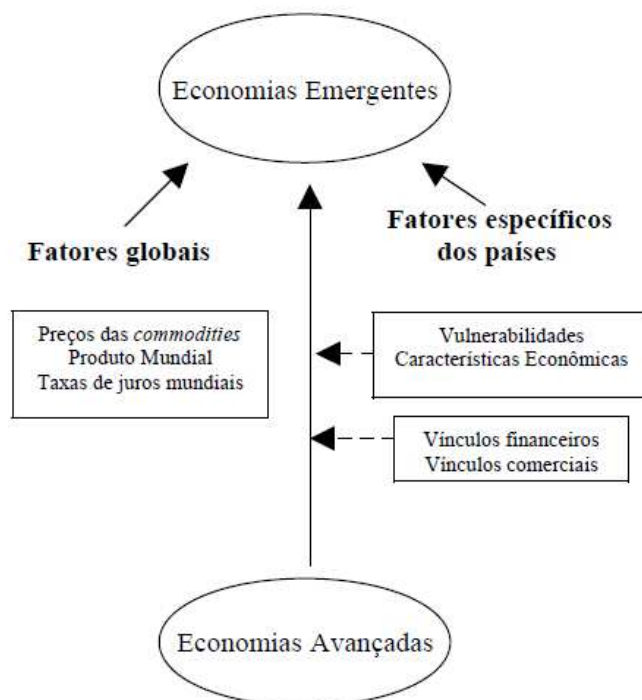
Nota: as regiões consideradas são Estados Unidos, Zona do Euro, Japão, Reino Unido, Canadá e outras economias avançadas.

*Projeção

2.4.2 Impactos nas economias emergentes

No que se refere às economias em desenvolvimento, elas foram atingidas pelos resultados negativos observados nas economias dos países desenvolvidos, sofrendo desaceleração econômica, apesar de estarem relativamente protegidas das tensões financeiras que acometeram as economias avançadas. A transmissão da crise se deu principalmente pela diminuição dos fluxos de capitais e do comércio internacional. Com relação ao fluxo de capitais houve um menor ingresso de investimento externo direto, saída de investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial, forte contração dos empréstimos bancários, além de ter aumentada a remessa de lucros dos bancos e empresas instaladas nesses países. A diminuição do comércio internacional também foi muito negativa para as economias emergentes com o desaquecimento da demanda mundial e a conseqüente queda de preço dos seus principais produtos de exportação, as *commodities* (FUNDAP, 2009c). Vale ressaltar também as pressões cambiais a que ficaram submetidas as economias emergentes, pois com a fuga de capitais suas moedas ficaram enfraquecidas, sofrendo forte desvalorização. A figura 2.1 representa o esquema de como se dá a transmissão da crise das economias avançadas para as economias em desenvolvimento, através da transmissão de tensões.

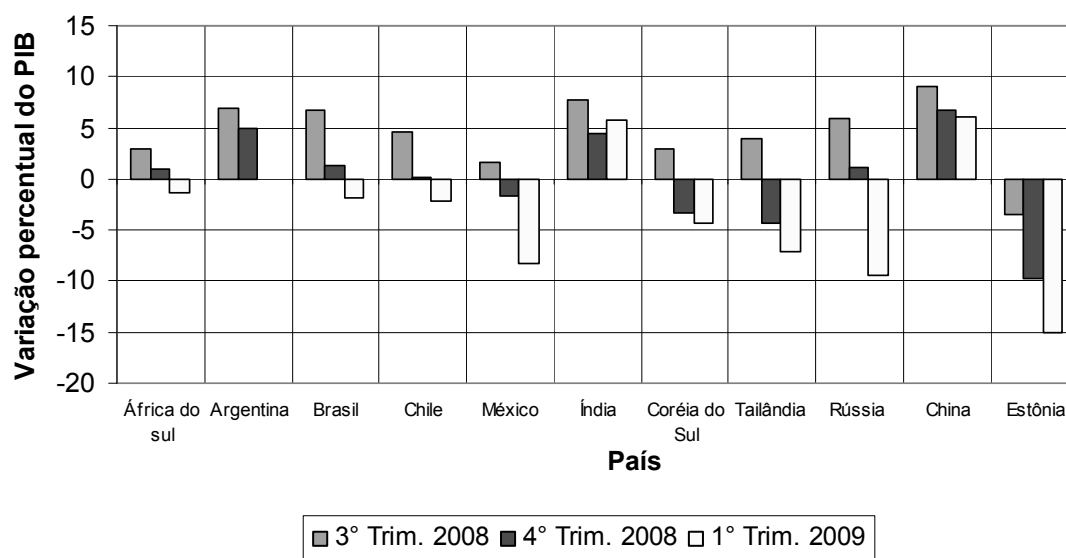
Figura 2.1 – A transmissão de tensões: esquema dos efeitos



Fonte: FMI

Assim sendo, as economias emergentes sofreram ao mesmo com os efeitos de fatores globais, como a queda dos preços das matérias primas e queda do produto mundial, e de fatores específicos que muitos apresentavam, como vulnerabilidades externas. A propósito, observa-se que a crise nos países em desenvolvimento varia em sua magnitude de acordo com a intensidade das vinculações financeiras e vulnerabilidades (FMI, 2009). Diante de tal situação, essas economias também sofreram os impactos na atividade produtiva. O Gráfico 2.6 mostra a atividade econômica observada em alguns dos principais países emergentes no quarto trimestre de 2008, ou seja, após a deflagração da crise. Pode-se perceber que todos os países selecionados tiveram, no mínimo, desaquecimento da atividade econômica no quarto trimestre de 2008 e principalmente no primeiro trimestre de 2009, com muitos já apresentando retração da produção.

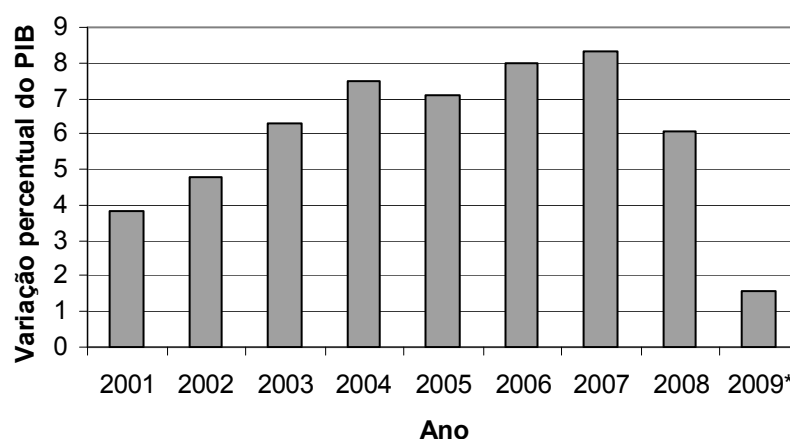
Gráfico 2.6 – Países emergentes: crescimento do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (países selecionados)



Fonte: FMI, OCDE, Bancos Centrais e Institutos Nacionais de Estatísticas

Abaixo, o Gráfico 2.7 mostra a evolução do crescimento do PIB dos países em desenvolvimento em que se destaca a forte desaceleração observada em 2009. É importante frisar que os países com maior crescimento na atualidade, China e Índia, são os responsáveis por ainda se observar um crescimento, mesmo que pequeno, para o conjunto dos países em desenvolvimento para o ano de 2009.

Gráfico 2.7 – Economias emergentes: Variação percentual anual do PIB de 2001 a 2009



Fonte: FMI.

Nota: as regiões consideradas são África, América Latina, CEI (Comunidade de Estados Independentes), Europa central e oriental, Oriente Médio e países em desenvolvimento da Ásia.

*Projeção

Assim sendo, a recessão se instalou de forma generalizada no mundo após o agravamento da situação do setor financeiro mundial, apesar do efeito das medidas monetárias e fiscais dos governos terem sido importantes para uma lenta retomada que já se observa. Para que o contexto melhore a confiança deve voltar aos mercados, na medida em que se diminuam se tornem mais claros as perdas do sistema financeiro no que se refere aos ativos de baixa qualidade e se diminuam as preocupações relativas à insolvência. Será necessário também que se elimine o círculo vicioso que se estabeleceu entre o mercado financeiro e a atividade econômica, já que a aversão ao risco é grande devido a situação da economia e esta continua estagnada devido a escassez de crédito. O fato é que essa é a contração econômica mundial mais aguda desde a depressão dos anos trinta do século passado. O FMI tem revisto freqüentemente suas projeções para a economia mundial, apontando para a perda de força da contração econômica, porém com uma recuperação lenta e desigual pelo mundo nos próximos anos.

2.5 Considerações finais

A crise financeira internacional teve origem no descolamento cada vez maior, observado nas últimas décadas, entre a riqueza financeira e a produção. Os anos de crescimento da economia mundial, durante quase toda primeira década do século XXI, se mostrou frágil por se apoiar no aumento da riqueza financeira, que teve origem na desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros, bem como nas políticas monetárias praticadas, que contribuíram para aumentar o crédito e a liquidez na economia, além fomentar a especulação.

A financeirização da economia se mostrou altamente instável. No caso da crise atual, houve o crescimento do crédito hipotecário, em que se destacou o aumento dos créditos de alto risco, o *subprime*, apoiados, por sua vez, no aumento dos preços dos imóveis e nas práticas de inovações financeiras e securitização de crédito. Essas práticas permitiram que os créditos de baixa qualidade se espalhassem por todo sistema financeiro, principalmente nos países desenvolvidos. Quando os preços dos imóveis caíram, todos perderam, pois as bases em que sustentava a economia ruíram. O aumento da inadimplência evidenciou o alto risco sistêmico que existia, ainda mais pelo alto nível de alavancagem existente. Iniciou-se então a bancarrota do sistema financeiro, com a alta deflação de ativos e propagação da insolvência.

Diversas instituições financeiras quebraram, ao que se seguiu o aumento da aversão ao risco estagnação do crédito.

Com a escassez de crédito a economia começou a se contrair. Pode-se dizer que essa contração significa um ajuste relativo aos últimos anos, em que imperou um crescimento sustentado por bases financeiras fictícias. As economias avançadas foram as mais atingidas por serem as que mais utilizaram desse tipo de crescimento. As economias emergentes, na qual se inclui o Brasil, não poderiam deixar de ser afetadas, via canais de transmissão, tendo que enfrentar grandes dificuldades econômicas provocadas pela pior crise economia em mais de setenta anos.

3 EFEITOS DA CRISE NO BRASIL: ANTECEDENTES, CANAIS DE TRANSMISSÃO E PRINCIPAIS RESULTADOS

Em meados de 2007, quando a bolha do mercado imobiliário americano estourou e iniciaram-se os problemas das instituições financeiras envolvidas com os ativos financeiros de má qualidade, acreditava-se que a crise poderia ser mais branda do que se verificou posteriormente. Acreditava-se que a economia mundial se apoiava em bases sólidas e a crise viria somente para ajustar os excessos cometidos pelo sistema financeiro (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009). O que muitos ainda subestimavam era a dimensão desse excesso, que fora impulsionado e mitigado pelas inovações financeiras e práticas de securitizações. O aumento de instituições financeiras em dificuldade demonstrava que a crise poderia se tornar cada vez mais grave.

Acreditava-se que ainda mais sólidas eram as bases nas quais se apoiavam as economias de países emergentes que vinham mantendo alto padrão de crescimento. Porém, a partir da falência do banco norte-americano Lehman Brothers em setembro de 2008, teve início a internacionalização da crise. Os problemas que estavam restritos aos Estados Unidos, Europa e Japão se irradiaram efetivamente para todo o mundo e impactaram as economias dos países emergentes cujo sistema financeiro não se encontrava na mesma situação problemática dos países desenvolvidos. O presente capítulo pretende analisar a os efeitos da crise no Brasil partindo dos antecedentes, passando pelos canais de transmissão e chegando aos principais impactos conjunturais na economia.

A primeira seção trata dos antecedentes da crise no Brasil, evidenciando os principais fatores macroeconômicos que marcaram o período: crescimento econômico aliado a bons números dos fundamentos.

A segunda seção traz os principais canais de transmissão da crise para o Brasil, quais sejam: restrição do crédito no mercado financeiro internacional, diminuição da demanda e do comércio mundial e a deterioração das expectativas dos econômicos internos. São utilizados tabelas e gráficos para ilustrar e corroborar a existência desses canais. Diante das evidências, o governo tomou algumas medidas a fim de mitigar os impactos na atividade econômica, os quais são apresentados sucintamente ao final da seção.

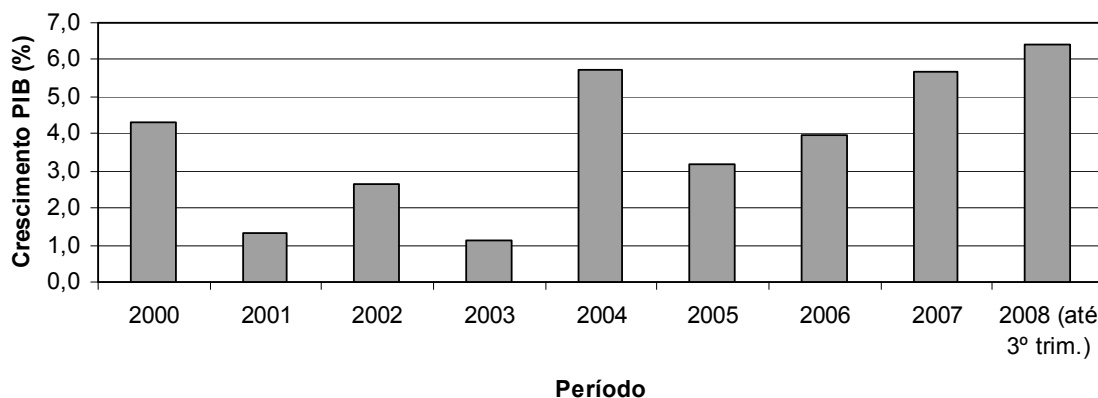
A terceira seção apresenta os principais resultados encontrados na atividade econômica. Primeiramente é avaliado o setor comércio, através da Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE, seguido da produção industrial, através da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física, e por último os resultados do Produto Interno Bruto propriamente dito e de seus principais setores, tanto do lado da oferta quanto do lado da demanda. A quarta e última seção traz as considerações dos resultados obtidos.

3.1 Antecedentes da crise no Brasil

O Brasil vivia um momento de boas perspectivas com relação à sua situação econômica, até iniciar-se a derrocada do sistema financeiro internacional, em setembro de 2008. A combinação do cenário externo favorável e mercado interno robusto tornavam as perspectivas otimistas. Apesar das dificuldades enfrentadas pelo país para quebrar as barreiras do crescimento da economia, que apresentava desde a década de oitenta taxas de crescimento bem inferiores à média histórica do século XX, o PIB brasileiro começou a apresentar taxas de crescimento relativamente mais altas a partir de 2004, em comparação com o período anterior.

A partir da análise do Gráfico 3.1, pode-se perceber que, depois de um período de crescimento pífio do PIB entre 2000 e 2003, houve um salto em 2004 e, a partir daí, um crescimento cada vez maior entre 2005 e 2007. O PIB brasileiro apresentou média de crescimento acima de 4,5% entre 2006 e meados de 2008. A partir de 2007, o crescimento passou a ser acima da média mundial. Os dados referentes ao ano de 2008 eram realmente animadores e esperava-se um crescimento maior que os 5,7% alcançados em 2007, já que o crescimento acumulado, até o terceiro trimestre, era de 6,4% com relação ao mesmo período do ano anterior.

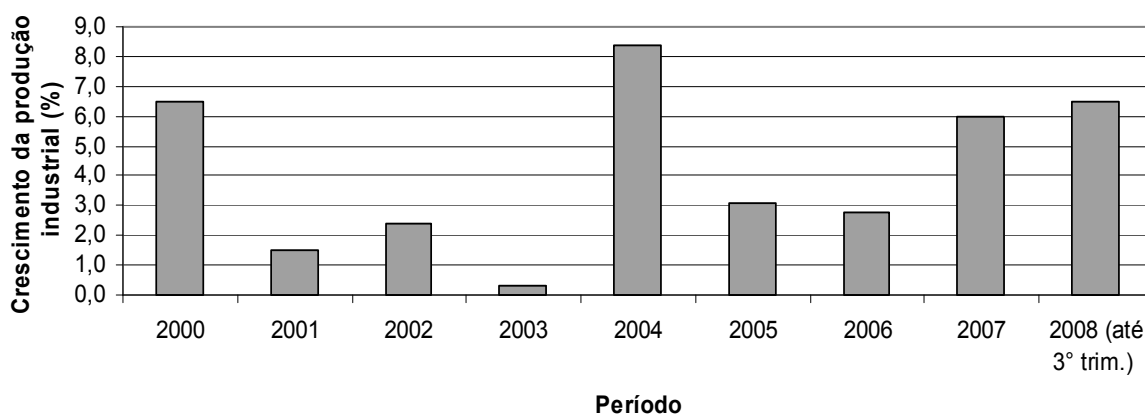
Gráfico 3.1 – Brasil: Crescimento do PIB (%) de 2000 até o 3º trimestre de 2008



Fonte: IBGE/Contas Nacionais Trimestrais

Além disso, até o início efetivo da crise no Brasil, a produção industrial vivia uma dos maiores ciclos de crescimento dos últimos tempos, seguindo o ritmo do crescimento do PIB. Assim, como pode ser observado no Gráfico 3.2, a produção industrial, depois de alcançar a maior taxa de crescimento da década em 2004, 8,4%, voltou a apresentar taxas de crescimento progressivas até o terceiro trimestre de 2008, quando, pelo resultado acumulado do ano, se esperava um crescimento superior aos 6% alcançados em 2007.

Gráfico 3.2 – Brasil: Crescimento da produção industrial (%) de 2000 até o 3º trimestre de 2008



Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física

Aliados a esses bons resultados da atividade econômica pré-crise, os dados macroeconômicos indicavam fundamentos sólidos para o país, com contínuo afluxo de capitais externos, inflação sob controle, considerável aumento da proporção do volume de crédito em relação ao PIB, superávits crescentes na Balança Comercial e conseqüente resultados positivos para as Transações Correntes, grande acúmulo de reservas internacionais,

diminuição constante da relação dívida pública/PIB. Devido a isso o país também acabara de receber o grau de investimento (*investment grade*) pela Standard & Poor's, ganhando reconhecimento de grande valia para obtenção de investimentos no cenário internacional. (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009; FUNDAP, 2008).

Os dados da Tabela 3.1 traçam um panorama desses indicadores a respeito da situação macroeconômica do Brasil de 1995 até meados de 2008. Pode-se notar como todos eles são consideravelmente melhorados ao longo da atual década em comparação com os dados referentes ao período anterior, com destaque para o aumento do volume de crédito em relação ao PIB, os expressivos resultados da balança comercial e o grande acúmulo de reservas internacionais principalmente a partir de 2006.

Tabela 3.1 – Evolução de Indicadores Macroeconômicos do Brasil entre 1995 e 2008

Período	PIB(1)	IPCA(2)	Volume de Crédito Total (% PIB)(2)	Balança Comercial (US\$ bilhões)(3)	Saldo em Transações Correntes (%PIB)(2)	Reservas Internacionais (US\$ Bilhões)(3)	Dívida Líquida Total do Setor Público (% PIB)
1995	4,4	22,4	32,1	-3,5	-2,4	51,8	28
1996	2,2	9,6	29,5	-5,6	-2,8	60,1	30,7
1997	3,4	5,2	26,8	-6,8	-3,5	52,2	31,8
1998	0	2,5	27,9	-6,6	-4	44,6	38,9
1999	0,3	8,9	24,9	-1,2	-4,3	36,3	44,5
2000	4,3	6	26,4	-0,7	-3,8	33	45,5
2001	1,3	7,7	24,7	2,7	-4,2	35,9	49,9
2002	2,7	12,5	22	13,1	-1,5	37,8	51,3
2003	1,1	9,3	24	24,8	0,8	49,3	53,5
2004	5,7	7,6	24,5	33,6	1,8	52,9	48,2
2005	3,2	5,7	28,1	44,7	1,6	53,8	48
2006	4	3,1	30,8	46,5	1,3	85,8	45,9
2007	5,7	4,5	34,7	40	0,1	180,3	43,9
2008	6,4	6,2	38	19,7	-2	206,5	38,8

Fonte: FUNDAP, Ipeadata

(1) – 3º trimestre de 2008: variação % acumulada em relação ao mesmo período de 2007

(2) – variações acumuladas em 12 meses até agosto de 2008

(3) – variações acumuladas em 12 meses até setembro de 2008

Tudo isso indicava que o país poderia realmente iniciar um ciclo de crescimento sustentável. Entretanto, os fundamentos sólidos e o robusto crescimento econômico brasileiro de antes da crise não foram suficientes para blindar totalmente o país dos seus impactos a partir do quarto trimestre de 2008. Esses impactos foram de tal magnitude, que a lenta recuperação do ano de 2009 não é capaz de mitigar totalmente seus efeitos. Na próxima seção, serão tratados os principais canais de transmissão da crise internacional para o Brasil.

3.2 Canais de transmissão da crise para o Brasil

Como foi tratado no capítulo anterior, os países emergentes, dentre os quais o Brasil, foram impactados pela crise financeira internacional por meio de canais de transmissão. Pode-se dizer que foram três canais de transmissão. Os dois principais foram, primeiramente, a restrição do crédito internacional, com conseqüente escassez e encarecimento do crédito, e em segundo lugar a redução do comércio mundial, devido à redução da demanda. O terceiro canal de transmissão da crise diz respeito à deterioração das expectativas dos agentes econômicos internos, o que contribuiu para a diminuição do investimento e da produção.

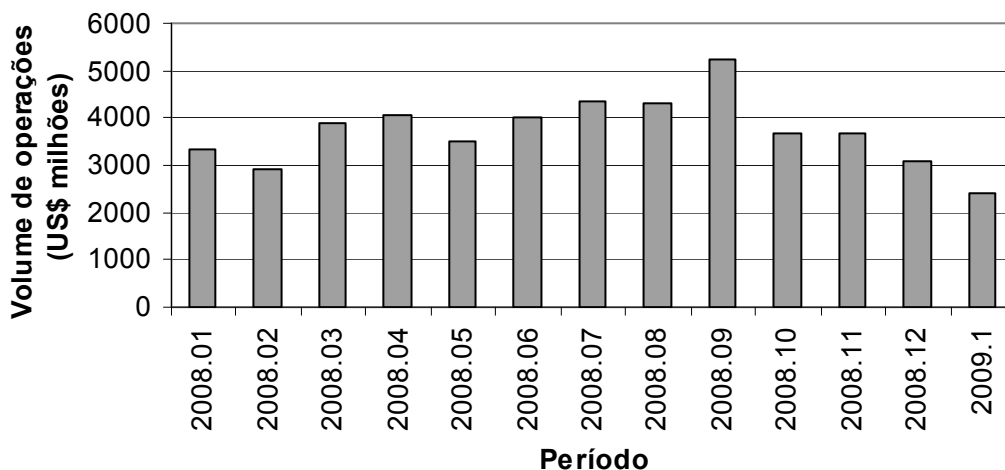
3.2.1 Restrição do crédito externo e interno

A restrição do crédito se deu, primeiramente, no âmbito externo deflagrando imediatamente a crise financeira no Brasil. O crédito externo começou a escassear devido a aumento da aversão ao risco no cenário econômico internacional, após a quebra do Lehman Brothers. Houve uma abrupta redução da liquidez no sistema financeiro mundial. Os investidores internacionais se voltaram para a segurança dos títulos do Tesouro americano, com conseqüente fuga de capitais dos mercados emergentes como o Brasil e grande desvalorização do Real. Essa situação trouxe sérias dificuldades para algumas empresas brasileiras com grande endividamento externo, que ainda encontraram dificuldades para rolarem suas dívidas, financiarem suas exportações, a produção e seus investimentos. (GONTIJO E OLIVEIRA, 2009)

A importância dos fluxos de créditos externos para a oferta de crédito interna do país acabou sendo subestimada. Mesmo que o mercado financeiro interno apresentasse solidez, por não ter sido exposto aos ativos de crédito lastreados no *subprime*, o corte dessas linhas de crédito acabou trazendo dificuldades a empresas e bancos que dependiam delas (FUNDAP, 2009a). A abrupta interrupção do fluxo externo de financiamento impactou principalmente no que diz respeito ao financiamento das exportações. No final de 2008 e início de 2009 houve uma grande queda no volume de operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC), que consiste no financiamento de empresas exportadoras e depende do afluxo de dólares para o país. Essas operações de crédito caíram significativamente no terceiro trimestre de 2008, evidenciando a restrição de liquidez internacional e conseqüente queda do fluxo de capitais externos para o país. O Gráfico 3.3 evidencia esse padrão e pode-se perceber como em janeiro

de 2009 o volume de operações de ACC foi significativamente menor em comparação com o mesmo mês de 2008.

Gráfico 3.3 – Brasil: Operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio entre janeiro de 2008 e janeiro de 2009



Fonte: extraído do Comunicado da Presidência nº 17 do IPEA de 18/02/2009

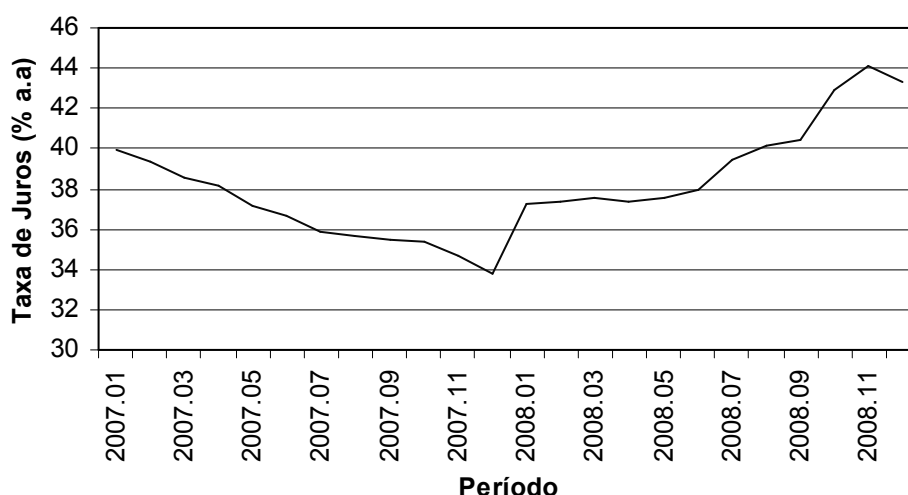
O Brasil também teve problemas referentes ao crédito interno, com a retração se dando devido ao aumento das expectativas negativas quanto à inadimplência das empresas e também devido à incerteza quanto à situação do sistema financeiro nacional. Os efeitos imediatos se deram já durante o clima tenso no sistema financeiro internacional, após a quebra do Lehman Brothers, quando houve a interrupção do crédito interbancário e problemas para instituições financeiras de menor porte, que ficaram sem condições de obterem liquidez de suas fontes de captação tradicionais, já que os bancos maiores, receosos quanto ao futuro, passaram a restringir o crédito e empoeçar liquidez. Nas palavras de Gontijo e Oliveira (2009, p.117): “ (...) o aumento da incerteza interrompeu os fluxos de empréstimos no interbancário, criando sério problema de liquidez, levando os bancos pequenos a buscarem socorro do BC, sob pena de insolvência.”

Durante os últimos três meses de 2008, o volume total de operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN), não variou tanto, de um modo geral, pois em dezembro já havia voltado ao patamar pré-crise segundo dados do Banco Central. Porém, observa-se que houve grandes restrições nos mercados de curto e médio prazo, principalmente o crédito para o capital de giro das empresas brasileiras, no momento em que elas haviam ampliado os estoques. Além disso, a acentuada restrição do crédito externo, trouxe maior acirramento da

concorrência no mercado interno, pois as grandes empresas se voltaram para esse mercado, fazendo com que as pequenas e médias empresas encontrassem dificuldades diante do já restrito cenário (IPEA, 2009).

O fato é que, à grande restrição de crédito externo, se somou a restrição no mercado financeiro interno e o aumento da aversão ao risco, aumentando os custos das operações de crédito e diminuindo os prazos. Os gráficos abaixo mostram a evolução dos custos do crédito no Brasil de 2007 até o final de 2008. O Gráfico 3.4 se refere às taxas de juros praticadas. O aumento dos juros no período de crise indica como ficou restrita a oferta de crédito no Sistema Financeiro Nacional.

Gráfico 3.4 – Brasil: Taxa de Juros das Operações de Crédito do Sistema Financeiro aos Setores Público e Privado – Recursos Livres (2007 e 2008)

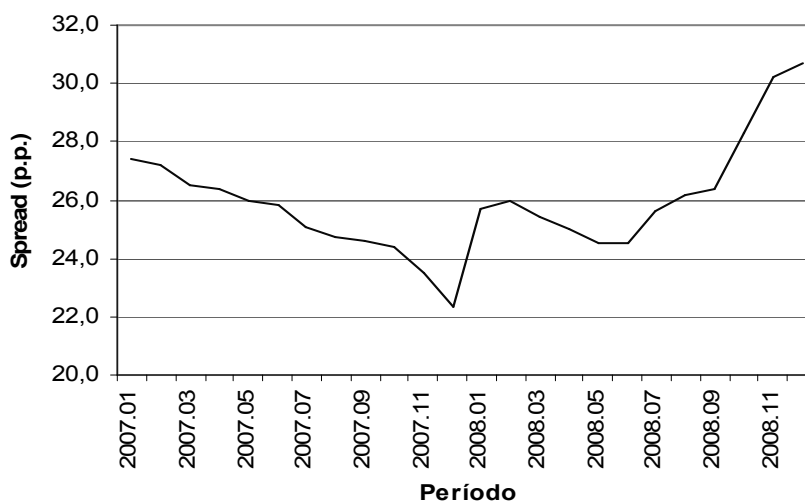


Fonte: Ipeadata

Logo, é esperado também que o *spread* bancário⁴ aumente no período de crise, evidenciando o empocamento de liquidez. As instituições financeiras, mesmo as que tinham recursos suficientes para manter suas linhas de crédito e se manterem seguras, acabaram por se tornar muito cautelosas, mantendo o máximo de capital em suas mãos, temendo o risco de insolvência que se instalara. O Gráfico 3.5 mostra a evolução do *spread* de operações de crédito no Brasil de 2007 ao final de 2008, onde é notável o aumento no período em que a crise se tornou sistêmica.

⁴ Spread bancário consiste na diferença entre as taxas de juros pagas pelas instituições financeiras para captar recursos e a cobrada para emprestá-los.

Gráfico 3.5 – Brasil: *Spread* Bancário das Operações de Crédito do Sistema Financeiro aos Setores Público e Privado – Recursos Livres (2007 a 2008)



Fonte: Ipeadata

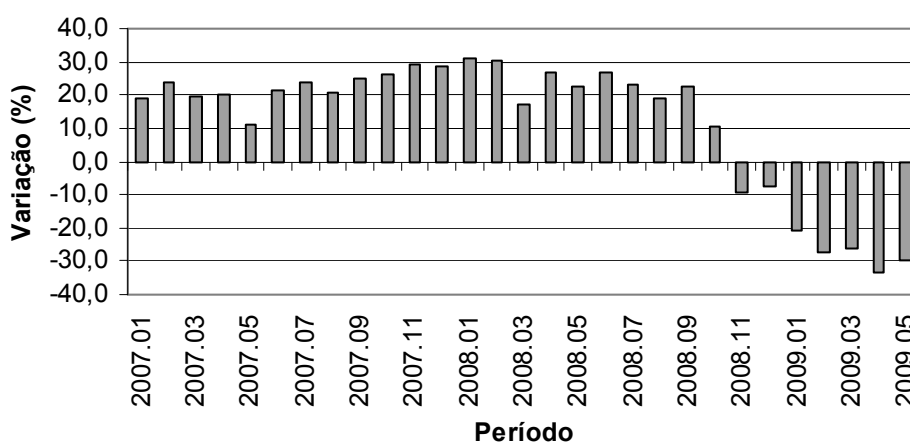
Assim, houve uma grande contração do crédito na economia brasileira no final de 2008, refletindo as tensões financeiras externas. O empocamento de liquidez na economia, tanto no interbancário quanto para as empresas, trouxe danosas conseqüências para a atividade econômica do país naquele momento. O mercado interno, que vinha sendo um dos principais sustentáculos do crescimento, em boa medida devido a expansão do crédito, sofreu grande contração, o que afetou os níveis de consumo e investimento. Tudo isso contribuiu para a queda súbita da produção e do PIB brasileiro no último trimestre de 2008, como será analisado mais adiante.

3.2.2 Contração da demanda e do comércio mundial

Sem dúvida um dos mais importantes canais de transmissão da crise financeira internacional diz respeito à queda da demanda e conseqüente contração do comércio mundial. Os principais parceiros comerciais do Brasil, pelo menos antes da deflagração da crise, Estados Unidos e Europa, constituem o epicentro da crise. Essas regiões já vinham sentindo os efeitos dos problemas em seus mercados financeiros desde o final de 2007, já apresentando, desde então, contração da atividade econômica. Dessa forma, aconteceu o que era esperado, a contração da atividade econômica levou à queda do consumo e da demanda por bens e serviços. Essa situação se agravou a partir de setembro de 2008, quando vários países entraram em recessão técnica.

O Gráfico 3.6 mostra a evolução do índice de demanda externa efetiva⁵ da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), a partir de 2007. O padrão muda abruptamente a partir de novembro de 2008, quando a variação do indicador passa a ser negativa com relação ao mesmo período do ano anterior. Pode-se observar também que essa tendência se acentua em 2009, com uma redução de 29,8% no acumulado do ano até maio, em comparação com mesmo período de 2008.

Gráfico 3.6 – Índice de Demanda Externa Efetiva: Variação Percentual Relativa a Igual Período do Ano Anterior de 2007 a maio de 2009

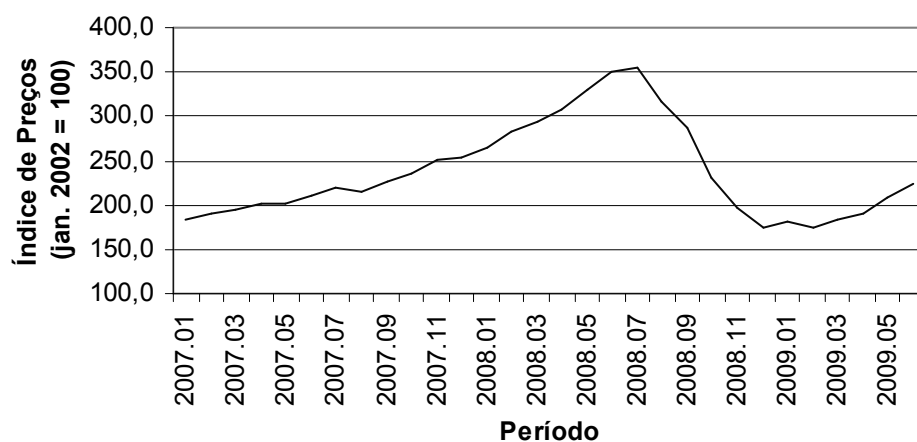


Fonte: Funcex/Boletim de Comércio Exterior

Para o Brasil, a queda da demanda mundial trouxe grandes dificuldades em um primeiro momento, principalmente devido à queda dos preços das *commodities*, principais produtos da pauta de exportação do país, e também da queda do *quantum* exportado propriamente dito. Ambos os efeitos contribuíram para a diminuição do volume de exportações brasileiras. A seguir Gráfico 3.7 apresenta a variação do preço das *commodities* em geral, indicando como ele vinha tendo um padrão de crescimento até meados de 2008, quando houve uma reversão dessa tendência. Exatamente a partir de setembro os preços começaram a declinar e só voltaram a ter uma melhora no decorrer de 2009. Porém, esses ganhos ainda não foram suficientes para compensar totalmente as perdas pretéritas.

⁵ O índice de demanda externa efetiva mede a demanda dos principais importadores de produtos brasileiros através do comportamento de suas importações.

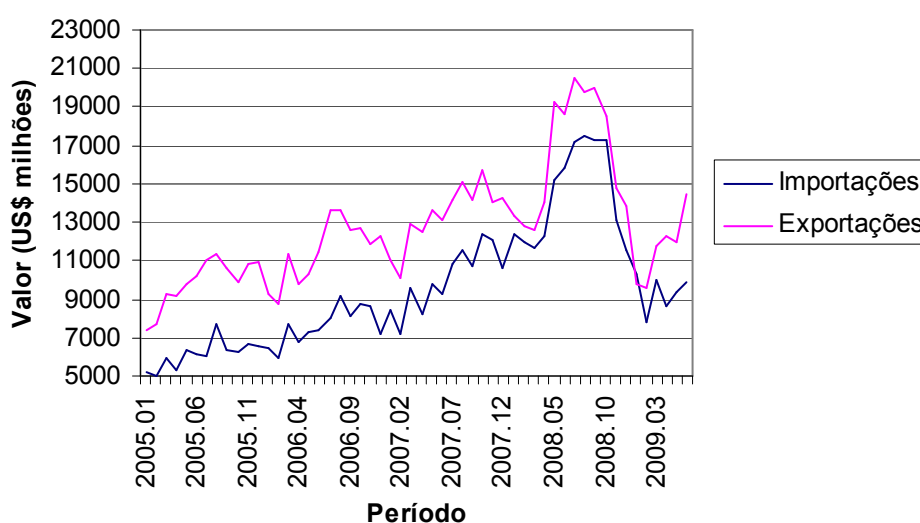
Gráfico 3.7 - Variação do Índice de Preços das *Commodities* no Mercado Internacional entre 2007 e junho de 2009 – índice (jan. 2002 = 100)



Fonte: Ipeadata

Assim sendo, nos seis primeiros meses de 2009 as exportações brasileiras acumularam uma queda de 23% em relação ao mesmo período de 2008, refletindo uma queda que vinha se delineando desde o último trimestre de 2008. As importações também seguiram a tendência de queda no comércio mundial, apresentando queda ainda maior que as exportações no primeiro semestre de 2009, com queda de 29,5% na comparação com 2008. O Gráfico 3.8 apresenta as quedas das exportações e das importações brasileiras a partir do final de 2008, e que se estendem em 2009.

Gráfico 3.8 – Brasil: Exportações e Importações (FOB) de 2005 a 2009



Fonte: Ipeadata

Dessa forma a retração do mercado mundial significou um dos maiores motivos das perdas da economia brasileira a partir do agravamento da crise financeira. Pode-se perceber

que as tensões econômicas internacionais foram transmitidas à economia brasileira por meio da diminuição da demanda mundial medida pelo Índice de Demanda Externa Efetiva que implicou na queda da quantidade comercializada e dos preços no mercado internacional, principalmente no que se refere às *commodities*. Tanto as exportações quanto as importações caíram, evidenciando a perda do fôlego do comércio exterior, apesar da continuidade do superávit comercial.

Conclui-se, ainda, que a melhora dos preços das *commodities* ainda não foi capaz de proporcionar uma melhora efetiva no resultado do comércio internacional brasileiro, pois a recuperação ainda não foi capaz de cobrir as perdas ocorridas durante o agravamento das tensões internacionais, no final de 2008 e início de 2009.

3.2.3 Piora das Expectativas

Outro fator que pode ser apontado como um dos principais canais de transmissão da crise para o Brasil, ao lado da contração do crédito e da demanda, diz respeito às expectativas dos agentes econômicos internos do país, diante dos resultados da economia mundial e, posteriormente, da nacional. Esse impacto parece ter sido ainda anterior aos impactos devidos aos outros fatores. A instalação da crise no Brasil, principalmente no seu início, teve um componente de expectativas muito forte no que se refere à postura da indústria brasileira, que passou a reduzir custos e cortar investimento e a produção, temendo um cenário econômico futuro desfavorável. (IPEA, 2009). O sensor econômico do IPEA, que mede as expectativas dos agentes econômicos, indicou nível de apreensão ao fim de 2008.

A piora das expectativas causadas pela contração da economia mundial e nacional, levou a uma queda expressiva do investimento. Diversas grandes empresas, como a Usiminas e a Vale do Rio Doce, passaram a revisar e adiar seus investimentos, contribuindo para os números declinantes do final de 2008. Segundo Gontijo e Oliveira (2009, p. 142):

(...) depois de conhecer uma queda de 9,2% em outubro, o índice de confiança da indústria caiu 19,4% em novembro e afundou para 74,7 pontos em dezembro, o menor nível desde outubro de 1998, indicando redução inevitável nos níveis de investimento em geral, os quais de fato, começaram a ser revistos e adiados por muitas empresas;(...)

Dessa forma, vislumbrando um mau momento da economia no futuro, os principais agentes da economia decidiram ser mais cautelosos, contribuindo efetivamente para a queda do PIB, para a queda da produção industrial e para os maus resultados de outros indicadores econômicos a partir de setembro de 2008.

3.2.4 Ações do Governo para mitigar os impactos da crise

Diante da internacionalização da crise e sua transmissão ao Brasil, corroborados por alguns resultados como a alta valorização do Dólar frente ao Real, forte queda da Bolsa de Valores de São Paulo e principalmente o escasseamento do crédito, que inclusive já sinalizava comprometer a atividade econômica, o Governo Federal passou a empreender uma série de medidas para tentar amenizar os efeitos da crise financeira no Brasil, que até então eram, de certa forma, subestimados.

Para resolver o problema de retração do crédito, o governo, através do Banco Central, mudou a regra dos compulsórios bancários, diminuindo a porcentagem de recursos retida para aumentar a liquidez disponível para os bancos e injetou dólares na economia, via leilões das reservas, diante da restrição externa, principalmente para o financiamento das exportações nas operações de ACC. Os bancos públicos foram responsáveis por amenizar as perdas do interbancário comprando carteiras de bancos menores e diminuindo as taxas de juros. Foi aumentado o montante de recursos para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de 2008 para 2009, que passou a contar com quase 170 bilhões de reais em recursos para realizar empréstimos em 2009, enquanto contava com 92 bilhões em 2008.

Para reforçar a expansão de liquidez na economia, o BC passou a praticar política monetária expansionista somente a partir de janeiro, quando a taxa básica de juros da economia passou de 13,75% ao ano para 12,75 e foi caindo até chegar a 8,75% em julho. No que concerne a política fiscal anticíclica, o governo recorreu a renúncia fiscal, com diminuição de alíquotas do imposto de renda para pessoas físicas e diminuição de IPI para os setores que vinham tendo os resultados mais alarmantes quanto à produção industrial no último trimestre como a indústria automobilística e a construção civil. O governo ainda anunciou medidas de tentativa de aumentar o investimento público no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento, o PAC e anunciou um novo programa habitacional.

As medidas governamentais foram tomadas em meio aos resultados alarmantes com relação a economia, que indicavam que o Brasil já havia sido atingido pelas turbulências da economia mundial. Porém, apesar de necessárias tendo em vista a conjuntura, essas medidas não foram capazes de parar imediatamente as implicações da crise na atividade econômica, que já se apresentava desde outubro sobre o comércio e a produção industrial. Como será tratado na próxima seção, houve uma rápida reversão do comportamento dos principais indicadores da atividade econômica, evidenciando forte contração econômica e que poderia causar serias dificuldades ao crescimento em 2009.

3.3 Sinais da crise na atividade econômica: efeitos no comércio, indústria, emprego e PIB

A economia brasileira, como foi colocado anteriormente neste capítulo, viveu um bom momento até o início do quarto trimestre de 2008, com crescimento contínuo da produção industrial e do PIB. Ela foi beneficiada pelo cenário externo favorável, que perdurou por boa parte da presente década. Porém, essa tendência de expansão da atividade econômica foi abruptamente invertida no quarto trimestre do mesmo ano devido aos efeitos da crise financeira. Os desdobramentos do período de crise deterioraram rapidamente o ambiente de negócios, com a queda das bases que haviam sustentado o crescimento dos últimos anos e os bons resultados da atividade econômica. (FUNDAP, 2009a)

A crise acabou afetando variáveis determinantes do desempenho da atividade econômica, como o preço das *commodities* e o *quantum* exportado, os créditos externo e interno, além de afetar a confiança de empresas e consumidores no mercado interno. Dessa forma no quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009, aconteceu uma verdadeira derrocada da produção, que ficou evidenciado nos principais indicadores conjunturais da economia brasileira no período: comércio, produção industrial, emprego e PIB.

3.3.1 Comércio

Gonzaga e Salles (2008) apresentam o comportamento dessa conjuntura apontando em primeiro lugar a situação das vendas no comércio, que, segundo os autores, são as primeiras a sentirem os efeitos do ciclo econômico, até mesmo antes da indústria. Nesse sentido, os resultados do comércio varejista começaram a ser negativos já a partir de outubro, devido

principalmente à acentuada queda no setor de veículos e motos, partes e peças e, em menor intensidade, o setor de materiais de construção, já que esses são setores dependentes da oferta de crédito.

A Tabela 3.2 apresenta os dados referentes aos resultados do comércio varejista a partir dos dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, referentes ao último quadrimestre de 2008 e primeiro de 2009. Os dados evidenciam a queda ocorrida a partir de outubro com relação a setembro, em quase todos os setores. O volume de vendas do comércio varejista ampliado apresentou queda de 8,4% em outubro, na comparação marginal, ou seja, com relação ao mês anterior, setembro, com ajuste sazonal. Essa foi a maior queda da série desde que ela começou a ser medida em 2003. O setor que mais contribuiu para a queda foi o de veículos e motos, peças e partes, com retração de 18,8% no volume de vendas.

Tabela 3.2 – Variação Marginal do Comércio Varejista no Brasil por Setores em 2008 e 2009

Atividades	Indicador mês/mês(1)							
	Taxas de desempenho de 2008				Taxas de desempenho de 2009			
	SET	OUT	NOV	DEZ	JAN	FEV	MAR	ABR
COMÉRCIO VAREJISTA (2)	1,1	-1,0	-1,0	-0,3	1,9	1,5	0,3	0,2
1 - Combustíveis e lubrificantes	-0,2	-0,8	-1,2	-0,8	-1,4	3,0	0,9	-0,6
2 - Hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	1,0	-0,4	0,7	0,0	0,7	2,4	0,0	1,0
2.1 - Super e hipermercados	0,4	0,3	0,5	0,7	0,9	2,5	0,0	3,3
3 - Tecidos, vest e calçados	2,9	-6,0	-4,9	0,6	2,3	-0,9	1,9	-2,1
4 - Móveis e eletrodomésticos	3,3	-2,4	-3,6	-3,7	5,7	-1,4	-2,2	-1,9
5 - Artigos farmacêuticos. med., ortop., e de perfumaria	3,0	-0,4	1,5	-1,4	1,3	2,1	1,4	0,5
6 - Equip. e mat. Para escritório, informática e comunicação	8,2	0,0	-9,9	11,9	-11,3	3,3	1,4	7,4
7 - Livros, jornais, ver. e papelaria	2,3	-0,2	1,6	1,2	9,2	-9,1	1,9	-2,4
8 - Outros arts. de uso pessoal e doméstico	1,0	-1,0	-2,1	-3,7	6,4	4,5	1,1	-0,3
COMÉRCIO VAREJISTA AMPLIADO(3)	4,0	-8,4	-3,1	-1,0	5,5	2,7	2,0	-4,6
9 - Veículos e motos, partes e peças	5,0	-18,8	-7,1	3,5	11,7	4,5	3,9	-11,8
10 - Material de construção	-0,1	-2,5	-2,4	-7,3	-3,4	5,2	3,0	-0,2

Fonte: IBGE - Pesquisa Mensal do Comércio

(1) Série com ajuste sazonal

(2) O indicador do comércio varejista é composto pelas atividades numeradas de 1 a 8

(3) O indicador do comércio varejista ampliado é composto pelas atividades numeradas de 1 a 10

Ainda segundo os dados do IBGE, em sua Pesquisa Mensal do Comércio, o crescimento anual para o volume de vendas no comércio varejista teve uma desaceleração, devido ao resultado do último trimestre. Até setembro o crescimento acumulado era de 13,7% para o comércio varejista ampliado, mas o ano terminou com crescimento de 9,9%. Em 2009, já ocorre uma mudança no quadro, quando começa a haver crescimento do volume do

comércio novamente, marcado por uma importante recuperação das vendas de veículos e motos, partes e peças devido a medida do governo federal de redução do IPI.

3.3.2 Produção industrial e emprego

A desaceleração da atividade econômica brasileiro no período de crise fica evidente com os resultados da indústria e os efeitos no mercado de trabalho. Seguindo a mesma linha da queda do comércio varejista, a produção industrial, indicador medido pela Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, começou a sofrer variações negativas no período de aprofundamento da crise. Nas ocasiões de crise financeira, em que o crédito se contrai, é de se esperar que o primeiro setor produtivo a sentir os efeitos seja a produção industrial. O repentino estrangulamento dos fluxos financeiros e operacionais das empresas, aliado a grande diminuição dos financiamentos à exportação, fez com que as decisões de investimento fossem frustradas. Ademais, essa situação ocorreu em um momento em que as empresas haviam ampliado os estoques, visando o aquecimento da demanda até então (FUNDAP, 2009a)

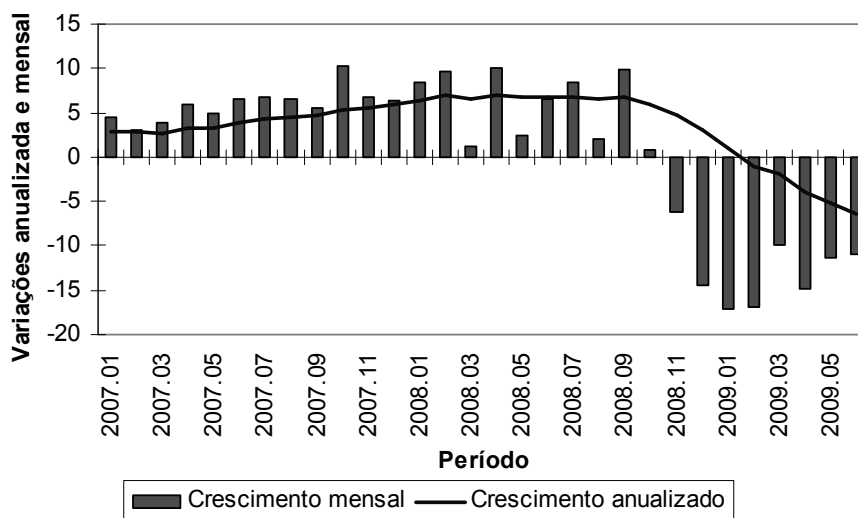
No caso brasileiro, já se esperava uma desaceleração da atividade industrial no final de 2008 devido ao aumento da taxa básica de juros pelo BC em abril do mesmo ano. Porém a crise debelou uma série de condicionantes que precipitaram a derrocada da produção industrial. Segundo o Grupo de Conjuntura da FUNDAP (2009a, p. 10):

A queda da demanda externa impactou a confiança dos empresários e freou o ritmo de investimento. As dificuldades de obtenção de crédito e os custos elevados – rolagem e dinheiro novo – para financiar exportações, produção corrente e investimentos adicionaram pessimismo ao ambiente dos negócios. A redução da demanda interna, especialmente de bens duráveis, completou o quadro de forte aumento dos estoques, férias coletivas, contração da produção corrente (novembro e dezembro) e colapso da confiança dos empresários.

Na segunda seção deste capítulo, foi apresentado o gráfico com a evolução da produção industrial brasileira até o 3º trimestre de 2008 em comparação com o mesmo período de 2007. Pode-se perceber que os níveis de crescimento eram crescentes até aquele momento, e se esperava um crescimento para a produção industrial maior do que houve em 2007, que fora de 6%. A partir desse momento o padrão mudou significativamente. A produção industrial na margem começou a apresentar quedas em outubro culminando com uma grande queda em dezembro, -12%, a maior da série histórica do IBGE. A queda acumulada entre

setembro e dezembro foi de 19,8%. Com esse resultado, o fechamento do ano de 2008 para a produção industrial teve expansão de 3,1%, resultado bem inferior ao acumulado até setembro, 6,5%. O Gráfico 3.9 apresenta a evolução do crescimento da produção mensal com relação ao mesmo mês do ano anterior e o crescimento anualizado, ou seja, o crescimento dos último 12 meses em relação aos doze meses exatamente anteriores.

Gráfico 3.9 – Brasil: Crescimento da Produção Industrial Mensal e Anualizada de 2007 a Junho de 2009



Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal – Produção física

Em dezembro, houve a maior queda da série histórica da produção industrial na comparação com o ano anterior, 14,5%. A queda foi generalizada, atingindo todos os setores, exceto o de celulose e papel, crescimento de 0,4%, e outros equipamentos de transporte, com crescimento de 6,7%. O quadro de queda evidenciou os problemas causados pela restrição do crédito, já que os setores que mais sofreram são os mais sensíveis a variações de sua oferta. O destaque ficou para a indústria de veículos automotores (-39,7%), máquinas e equipamentos, material eletrônico e meios de comunicação (-48,8%), metalurgia básica (-18,3%), borracha e plástico (-20,1%), indústria extrativa (-11,8%) e outros produtos químicos (-9,0%).

Pode-se ter uma boa idéia da derrocada da produção industrial nesse período a partir da análise dos índices trimestrais de crescimento da produção para a indústria em geral e para as categorias de uso. Na comparação com os mesmos períodos de 2007, os três primeiros meses de 2008, devido à elevação da demanda interna, pelas vendas de commodities e pela expansão do investimento, tiveram sucessivas expansões para a indústria geral: 6,4% no

primeiro, 6,2 no segundo e 6,7 no terceiro. No quarto trimestre a variação foi negativa em 6,2%, interrompendo uma seqüência de 20 trimestres consecutivos de crescimento positivo. A maior queda foi do setor de bens de consumo duráveis (-19,4%), seguido por bens intermediários (-9,2%) e depois por bens de consumo semi e não duráveis (-1,2%).

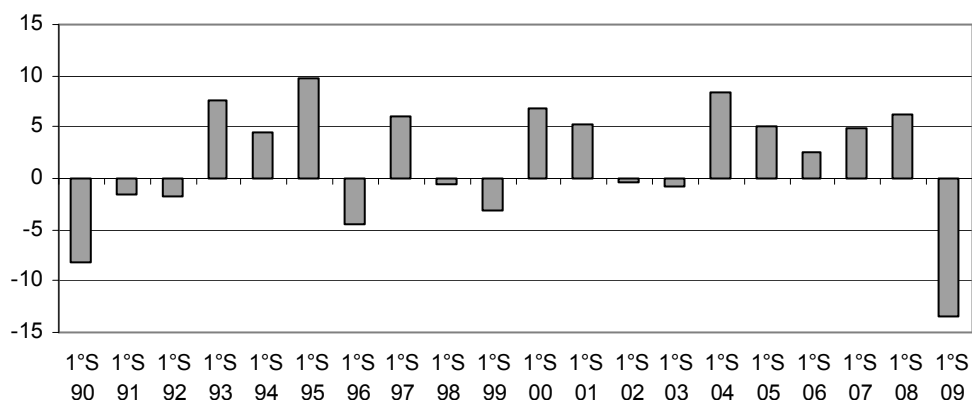
Tabela 3.3 – Brasil: Crescimento da Produção Industrial por Categoria de Uso Índice Trimestral (Base: igual trimestre do ano anterior)

Categoria de Uso	2008		2009	
	3° Trim.	4° Trim	1° Trim.	2° Trim
Bens de Capital	19,7	2,5	-20,2	-25,5
Bens Intermediários	5,2	-9,2	-18,1	-13,5
Bens de Consumo Duráveis	9	-19,4	-22,5	-16,1
Bens de Consumo Semi e Não Duráveis	3,6	-1,2	-2,8	-3,3
Indústria Geral	6,7	-6,3	-14,6	-12,3

Fonte: IBGE

Dessa forma, os resultados referentes ao primeiro semestre corroboram a gravidade da crise para o setor industrial no Brasil. A produção registrou recuo de 13,4% em relação ao primeiro semestre de 2008, o que representa o pior resultado da série histórica desde ela teve início em 1975. Dos vinte e sete ramos pesquisados, vinte e quatro apresentaram queda da produção. O setor que mais contribuiu para a queda do índice global foi a fabricação de veículos automotores (-23,6), seguido por máquinas e equipamentos (-29%), metalurgia básica (-27,8%), material eletrônico e equipamentos de comunicações (-40,1%) e outros produtos químicos (-14,4%).

Gráfico 3.10 –Variação da Produção Industrial da Indústria Geral no Brasil, de 1990 a 2009 Índice Semestral

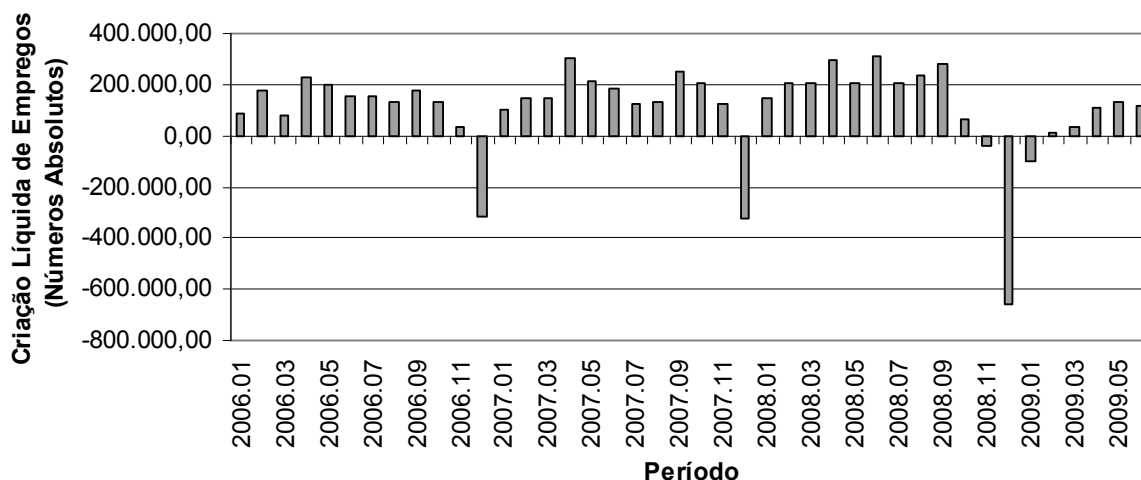


Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal

A desaceleração da atividade econômica brasileira, por causar impactos diretos no mercado de trabalho, é também evidenciada pela análise da geração de emprego. A deterioração do quadro macroeconômico no cenário nacional e internacional e, por conseguinte, das expectativas dos agentes econômicos e dos investimentos das empresas, fez com que o número de demissões e férias coletivas no final de 2008 fosse acima do padrão sazonal.

Os dados referentes à produção líquida de empregos formais, fornecidos pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), apresentam forte aceleração até outubro de 2008, ou seja, aumentou consideravelmente o número de empregados com carteira assinada. Esse resultado se deveu tanto pelo bom desempenho da economia até então quanto pela maior formalização de vínculos. Porém, o contexto de crise implicou em destruição líquida de postos de trabalho de novembro de 2008 a janeiro de 2009, fato que costuma acontecer no mês de dezembro por questões sazonais. Esse padrão pode ser visto no Gráfico 3.11, onde também pode-se perceber uma melhora do quadro a partir de fevereiro de 2009, que é mais tímida no começo mas se acentua a partir de abril.

Gráfico 3.11 – Brasil: Criação líquida de Postos de Trabalho Formais entre 2006 e Junho de 2009



Fonte: MTE/CAGED

3.3.3 PIB: “parada súbita” no quarto trimestre de 2008

Como já foi dito neste capítulo, era esperado um crescimento expressivo do Produto Interno Bruto Brasileiro para o ano de 2008, possivelmente maior que os 5,7% alcançados em 2007. O crescimento do PIB a preços de mercado até outubro era de 6,4%. Este resultado foi alavancado, pelo lado da oferta, principalmente pelo crescimento da Indústria (7,1%), seguida pela agropecuária (6,4%) e por serviços (5,9%). Pelo lado da demanda o destaque ficou com a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que atingiu crescimento de 19,7%. O segundo item da demanda a contribuir com esse resultado foi o Consumo das Famílias (7,3%) seguido por Consumo da Administração Pública, 6,4%. Com as exportações crescendo somente 2% e as importações crescendo 22,8%, os resultados indicavam como o crescimento recente da economia era baseado no mercado interno.

Porém esses resultados começaram a se reverter a partir do quarto trimestre como indicam os dados da Tabela 3.4, que apresenta o crescimento do PIB e principais atividades da oferta e da demanda nesse período.

Tabela 3.4 – Brasil: Taxas de Crescimento do PIB e Principais Setores em Relação ao Trimestre Imediatamente Anterior(1) do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009

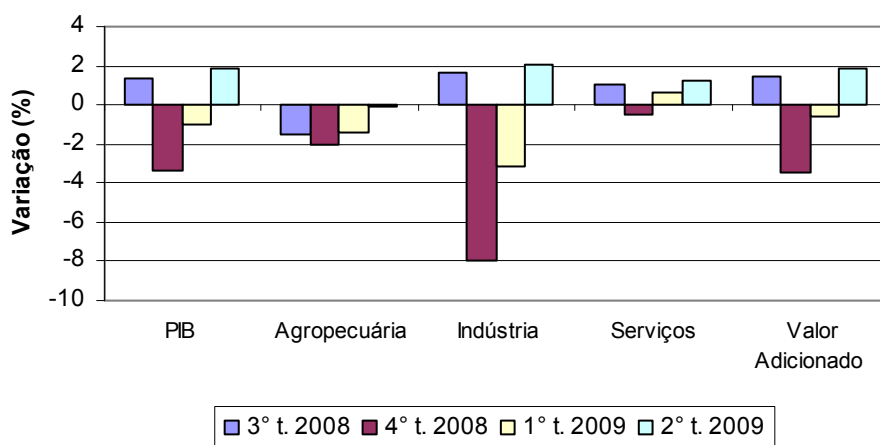
Especificação	2008		2009	
	3º Trim.	4º Trim	1º Trim	2º Trim.
PIB	1,3	-3,4	-1	1,9
Oferta				
Agropecuária	-1,5	-2	-1,4	-0,1
Indústria	1,6	-8	-3,2	2,1
Serviços	1	-0,5	0,6	1,2
Valor Adicionado	1,4	-3,5	-0,6	1,9
Demanda				
Consumo das Famílias	1,8	-1,4	0,6	2,1
Consumo da Administração Pública	1,2	0,3	0,8	-0,1
FBCF	4,3	-9,1	-12,3	0
Exportações	-2,8	-4,1	-15,8	14,1
Importações	0,5	-7	-12	1,5

Fonte: IBGE

(1) Série com ajuste sazonal

Com os resultados obtidos pelos principais indicadores da atividade econômica brasileira apresentando retração a partir último trimestre de 2008, esperava-se queda do PIB na comparação marginal. E foi exatamente isso que aconteceu, com queda de 3,4% neste período e de 1% no primeiro trimestre de 2009, repercutindo os desdobramento da crise econômica no Brasil. O movimento de alta anterior foi revertido, com a indústria sendo a primeira a sentir os efeitos e a que mais contribuiu para a queda global. De acordo com a as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, a indústria teve quedas sucessivas de 8% e 3,2%. Pelo lado da demanda, os piores resultados foram da FBCF, setor mais sensível a o ciclo econômico, com queda de 9,1% no quarto trimestre de 2008 e de 12,3 no primeiro de 2009 e das Exportações, quedas de 4,1% e 12,3%, e Importações, quedas de 7% e 12%. Esses resultados da demanda tornam evidentes os canais de transmissão da crise, já que o investimento teve queda pela escassez de crédito e pelas expectativas pessimistas com relação ao futuro da economia e as exportações e importações foram afetadas devido à contração do comércio mundial e queda dos preços das *commodities*. O Gráfico 3.12 a seguir traz os dados referentes ao PIB e setores, pelo lado da oferta, do terceiro trimestre de 2008 ao segundo trimestre de 2009, na comparação na margem. É interessante notar como a indústria foi a principal responsável pela queda do PIB, corroborando os dados da PIM-PF relativos à derrocada da produção industrial no mesmo período.

Gráfico 3.12 – Brasil: Variação do PIB e Principais Atividades (Oferta) em Relação ao Trimestre Imediatamente Anterior(1) do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009

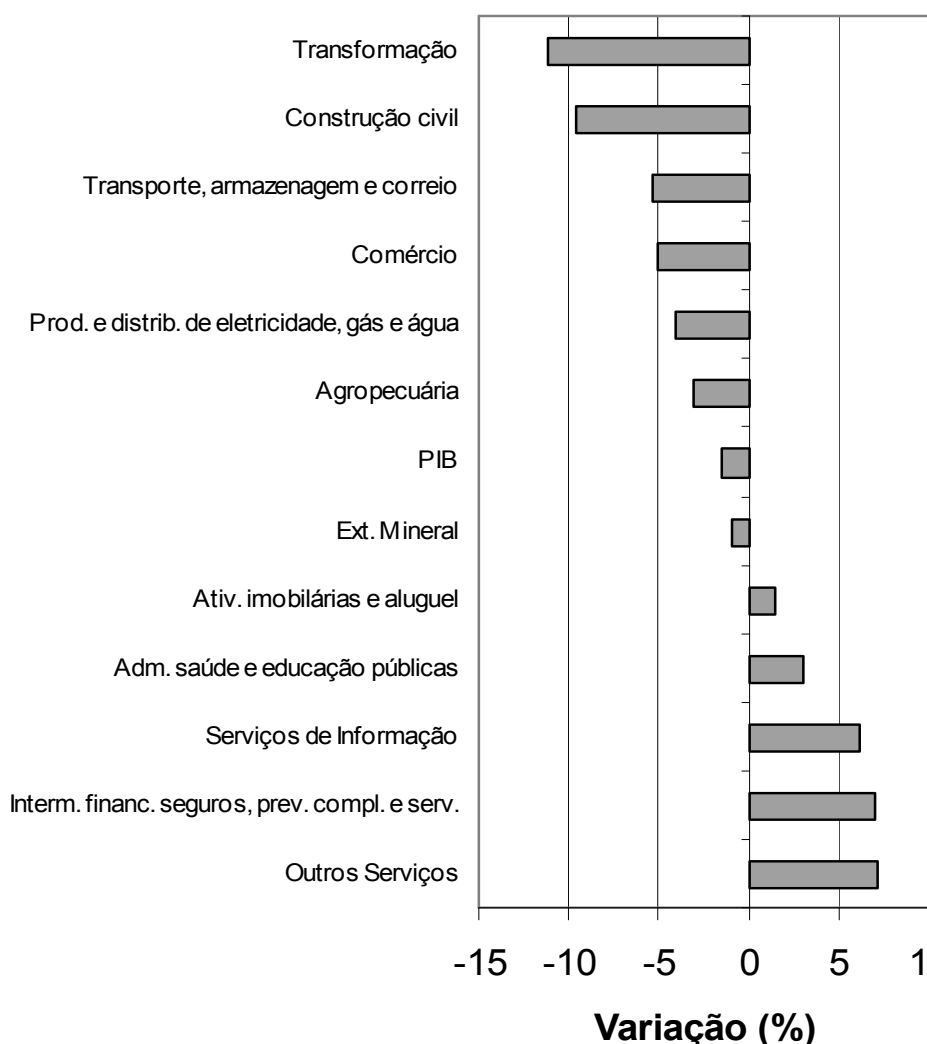


Fonte: IBGE/Contas Nacionais Trimestrais

(1) Série com ajuste sazonal

Dessa forma os resultados para o quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 deixaram uma base bastante contraída para o ano de 2009, que em seu primeiro semestre apresentou grandes perdas com relação ao primeiro semestre de 2008. O resultado do PIB brasileiro para o primeiro semestre de 2009 é de queda 1,5% em comparação com o primeiro semestre de 2008. Na atividade produtiva a indústria foi o setor que mais contribuiu para a queda, -8,6%, com destaque para a Indústria de transformação (-11,2) e Construção Civil (-9,6). A Agropecuária teve queda de 3% e o setor de serviço foi responsável por amenizar a queda do PIB, com crescimento positivo de 2,1%. Pelos componentes da demanda a queda se concentrou na FBCF (-15,6) e Exportações (-13,1). O Gráfico 3.13 apresenta as quedas no primeiro semestre de 2009 do PIB e principais subsectores da atividade produtiva, onde se destacam a continuidade do crescimento dos setores de serviços e as quedas da agropecuária e dos setores da indústria. Pode-se perceber que os dois principais setores responsáveis pela queda do PIB brasileiro são a indústria de transformação e construção civil, dois setores muito sensíveis às oscilações da economia.

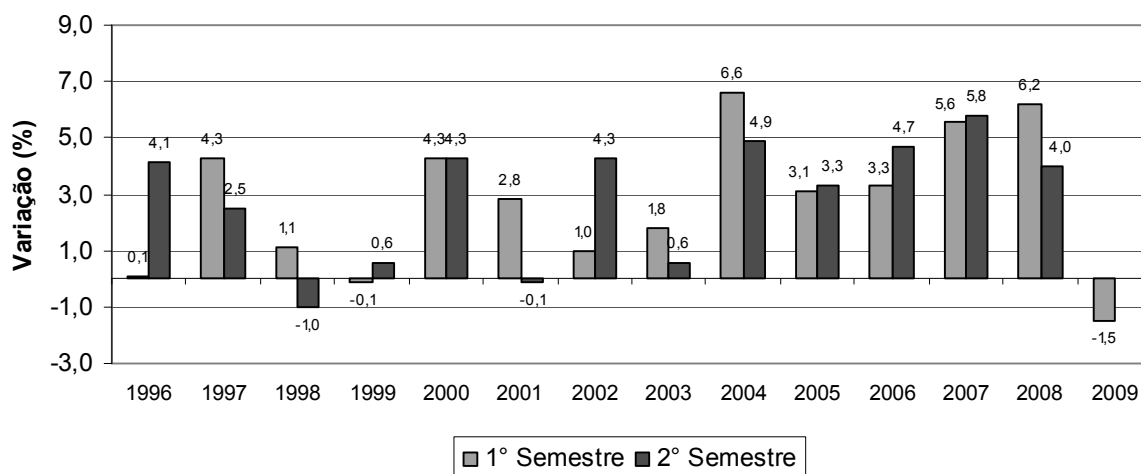
Gráfico 3.13 – Brasil: Taxas de variação do PIB e Principais Subsetores no 1º Semestre de 2009 Frente ao 1º Semestre de 2008



Fonte: IBGE/Contas Nacionais Trimestrais

O Gráfico 3.14 apresenta uma comparação da queda do PIB na primeira metade de 2009 com resultados de semestre de anos anteriores, iniciando em 1996. Pode-se perceber pela sua análise que o resultado para o primeiro semestre de 2009 representa uma queda que não acontece desde o ano de 2001, sendo que a queda de 1,5% é a maior de todo o período analisado. Dessa forma, tornam-se evidentes que a crise impactou a economia brasileira com certa intensidade, mesmo tendo em consideração uma base de comparação relativamente grande como é o primeiro semestre de 2008, quando a economia apresentava índices de crescimento há muito não alcançados. Isso evidencia, ademais, que a crise financeira internacional breiou a economia brasileira e reverteu os números observados das taxas de crescimento, progressivamente maiores desde 2004.

Gráfico 3.14 Brasil: Taxas de Variação do PIB do Semestre Frente ao Mesmo Semestre do Ano Anterior



Fonte: IBGE/Contas Nacionais Trimestrais

3.4 Considerações finais

A crise financeira internacional impactou a economia brasileira em um momento ímpar em mais de 20 anos. O Brasil voltava a crescer a níveis mais próximo da média histórica do século XX e era apoiado por bons número dos fundamentos macroeconômicos. Porém, esse fatores não foram suficientes para impedirem a queda súbita da atividade econômica brasileira durante a derrocada do sistema financeiro internacional.

A economia brasileira, assim como a de outros países emergentes sofreu as consequências via canais de transmissão. O primeiro deles foi a restrição do crédito internacional que refletiu no sistema financeiro nacional, gerando empoçamento de liquidez e excesso de demanda por crédito. Outro canal de transmissão que atingiu diretamente a economia brasileira foi a diminuição da demanda mundial e do preço das commodities que impactaram as exportações do país. Por fim, houve a deterioração das expectativas dos agentes econômicos internos brasileiros, principalmente os industriais, que acabaram cortando investimentos e a produção.

A atividade econômica brasileira no final de 2008 sofreu uma queda súbita, contrastando com o momento anterior. Essa queda afetou principalmente a produção industrial. Os resultados mostraram desaceleração do crescimento em 2008 e queda 13,4% no primeiro semestre de 2009, a maior da série histórica do IBGE. A queda da produção refletiu,

num primeiro momento, sobre o mercado de trabalho, com grande número de demissões líquidas no final do ano.

Por fim, os dados do PIB vieram para confirmar o que apontavam esses indicadores da atividade econômica, apresentando quedas sucessivas na margem, de 3,4% no 4º trimestre de 2008 e 1% no 1º trimestre de 2009. A maior contribuição para o resultado veio da indústria. Os investimentos (FBCF) juntamente com as exportações foram os maiores responsáveis, pelo lado da demanda, refletindo a queda da oferta de crédito e do comércio mundial. Dessa forma o resultado para o primeiro semestre de 2009 indicou queda de 1,5% em relação ao mesmo período de 2008, o que representou um contraste com os resultados dos períodos anteriores e confirmou que o Brasil não passou incólume.

4 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E FINANÇAS PÚBLICAS: RESULTADOS PELIMINARES PARA MINAS GERAIS

Como foi visto, a crise financeira lançou seus reflexos sobre a economia brasileira. A queda da atividade econômica no terceiro trimestre de 2008 deixou uma perspectiva de, no mínimo, estagnação da economia para o ano de 2009. Para Minas Gerais os resultados não foram diferentes, com queda da atividade econômica ainda mais expressiva em comparação com os resultados para o Brasil como um todo.

O ICMS, principal fonte de arrecadação do Estado, é bastante sensível aos ciclos econômicos e, durante o período de crescimento da economia, foi um dos principais responsáveis pelo ajuste fiscal, mantendo bons níveis de crescimento em sua arrecadação. A crise, atingindo a economia mineira, torna iminente a queda da arrecadação no estado e, conseqüentemente, causa dificuldades para a gestão fiscal, tendo em vista o equilíbrio das contas e o cumprimento de metas de ajuste fiscal. O orçamento estadual, obviamente, acabou ficando restrito pelo lado da receita.

Dessa forma, o presente capítulo se divide em quatro seções. A primeira vai tratar dos resultados conjunturais da economia mineira no primeiro semestre de 2009. Pretende-se verificar os impactos da crise, que teve a indústria como a principal vítima. Será verificado, também como foi o resultado da produção industrial no mesmo período, tendo em vista quais os setores que efetivamente foram atingidos.

A segunda seção tratará dos resultados da arrecadação estadual, principalmente no que se refere ao ICMS, imposto ligado a atividade econômica devido à sua base de incidência. A seção também trará as principais medidas tomadas pelo governo, tendo em vista os impactos observados na receita estadual. Já a terceira seção vai tratar dos resultados fiscais preliminares de 2009 em relação a 2008, avaliando como se comportaram alguns indicadores fiscais baseados em dados oficiais fornecidos pela Secretaria de Estado de Fazenda de Minas Gerais (SEF-MG), por meio de relatórios fiscais de publicação obrigatória, previstos pela Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal. A quarta seção traz as considerações a respeito dos resultados obtidos nas seções anteriores.

4.1 Crise em Minas Gerais: derrocada do setor industrial

O Produto Interno Bruto de Minas Gerais vinha apresentando, na presente década, índices de crescimento ligeiramente superiores aos do Brasil. Porém, com a chegada da crise ao país, essa tendência se reverteu. O PIB mineiro sofreu uma queda ainda mais acentuada que o brasileiro, evidenciando que os impactos da crise financeira foram ainda mais profundos para a sua atividade econômica. Na comparação com o mesmo período do ano anterior, o PIB mineiro já sofreu queda de 1% no quarto trimestre de 2008. Este resultado é ainda mais expressivo considerando-se que o estado vinha apresentando crescimentos superiores a 9% na comparação trimestral. Em 2009, o PIB mineiro apresentou queda de 5,3% no primeiro trimestre e 4,8% no segundo, enquanto para o Brasil as quedas 1,8% e 1,2% respectivamente. Assim, o resultado para o primeiro semestre de 2009 foi de queda de 5% em Minas Gerais, resultado expressivamente maior que o brasileiro, queda de 1,5%. A Tabela 4.1 apresenta tais resultados.

Tabela 4.1 – Taxas de Crescimento do PIB a Preços de Mercado Minas Gerais e Brasil do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009 (%)
(Base: igual período do ano anterior)

Taxa de Crescimento	Minas Gerais				Brasil			
	2008		2009		2008		2009	
	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.
Trimestral	9,1	-1,0	-5,3	-4,8	6,8	1,3	-1,8	-1,2
Acumulado do Ano	8,6	6,1	-5,3	-5,0	6,4	5,1	-1,8	-1,5

Fonte: FJP, CEI - IBGE, Conac

De acordo com o Informativo PIB Minas Gerais da Fundação João Pinheiro, o pior desempenho da economia mineira em relação ao resultado global do Brasil para o primeiro semestre se deve ao fato de que Minas Gerais tem uma estrutura produtiva diferente, com uma maior importância do setor industrial no PIB. Como foi colocado no capítulo anterior, esse setor foi o mais atingido pela crise, devido à restrição de crédito e o receio dos empresários para investir, temendo os desdobramentos futuros. Além disso, o setor industrial mineiro teve queda ainda mais acentuada que o setor industrial brasileiro, pois é concentrado em seguimentos como a indústria extrativa mineral e metalurgia.

Assim sendo, com relação ao desempenho setorial do PIB, a indústria foi a que teve a queda mais expressiva, sendo a principal responsável pela retração da economia do estado.

Segundo dados da Fundação João Pinheiro, pode-se depreender que esse setor, no que se refere ao valor adicionado, vem apresentando sucessivas quedas: 5,4% no quarto trimestre de 2008, 17,9% no primeiro trimestre de 2009 e 15% no segundo trimestre de 2009. Dessa forma o setor acumulou queda de 16,4% no primeiro semestre de 2009, enquanto o valor adicionado total para Minas Gerais teve queda de 3,9% para o mesmo período. O setor agropecuário, apesar da queda de 1,6% no segundo trimestre, apresentou crescimento positivo de 1,9% para o acumulado do semestre e, portanto, não pode ser considerado como um dos responsáveis pela queda do PIB mineiro. O setor de serviços se mostrou praticamente alheio a crise durante todo o período, sofrendo apenas desaceleração de crescimento, que passou de 5% em 2008 para 2,1% no acumulado do ano do primeiro semestre de 2009.

Tabela 4.2 – Taxas de Crescimento do Valor Adicionado (VA), Segundo Setores de Atividade Econômica para Minas Gerais do 3º Trim. de 2008 ao 2º Trim. de 2009 (%)
(Base: igual período do ano anterior)

Setores	Trimestral				Acumulado no Ano			
	2008		2009		2008		2009	
	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.	3º Trim.	4º Trim.	1º Trim.	2º Trim.
VA total	8,6	-1,5	-3,7	-4,1	8,0	5,6	-3,7	-3,9
Agropecuário	22,2	-12,5	10,0	-1,6	19,5	15,1	10,0	1,9
Industrial	8,2	-5,4	-17,9	-15,0	7,2	4,0	-17,9	-16,4
Serviços	5,4	2,7	2,1	2,1	5,8	5,0	2,1	2,1

Fonte: FJP, CEI

4.1.1 Setor industrial: resultado por setores

Observando os resultados da economia para o primeiro semestre de 2009, é inegável que a indústria teve maior peso na queda PIB, mesmo porque os outros setores sentiram de forma muito menos intensa os efeitos da crise. A queda da produção ocorreu em todas as atividades industriais, menos para o setor de construção (o setor cresceu 1,4% no primeiro semestre de 2009). A indústria extrativa teve queda de 35,4% no valor adicionado, refletindo a queda da demanda externa. A indústria de transformação teve queda 21,4%. Por fim, o setor de serviços industriais de utilidade pública (SIUP), correspondente a produção e distribuição de serviços de eletricidade, gás e saneamento básico, teve uma pequena queda de 0,4%. É importante ressaltar que Minas Gerais teve quedas expressivas dos setores que tem mais peso, extrativa e de transformação, o que foi determinante para o resultado global para a indústria no primeiro semestre de 2009, queda de 16,4 por cento. A Tabela 4.3 traz esses resultados.

Tabela 4.3 – Taxas de Crescimento do Setor Industrial de Minas Gerais no 1º Semestre de 2009 em Relação ao mesmo período de 2008 (%)

Setores	Acum. no Ano de 2009	
	1º Trim.	2º Trim.
Setor Industrial	-17,9	-16,4
Extrativa	-44,1	-35,4
Transformação	-23,4	-21,4
Construção	3,6	1,4
SIUP	2,1	-0,4

Fonte: FJP, CEI

No que se refere à produção industrial, a Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física Regional do IBGE aponta que, no primeiro semestre de 2009, o estado de Minas Gerais apresentou queda de 21,3%, sendo essa a segunda maior queda da produção industrial entre os quatorze estados que fazem parte da pesquisa e ficando acima da média nacional (queda de 13,4%). Dos treze ramos pesquisados, dez apresentaram índices negativos.

A indústria extrativa, como já foi observado na análise do valor adicionado, foi uma dos ramos que mais sofreu com a crise. Este é o segundo setor em importância na indústria mineira e foi o segundo que mais contribuiu para o resultado global, com queda de 35,5%.

O setor de maior peso na indústria mineira é o de metalurgia básica. Este setor foi particularmente atingido pela crise devido à queda da atividade produtiva. Setores que são grandes compradores de aço, como construção civil, indústria automobilística e máquinas e equipamentos, diminuíram sua produção e impactaram diretamente na produção metalúrgica, que assim teve queda de 38,6% no primeiro semestre de 2009 (FJP, 2009).

O terceiro setor que mais contribuiu para queda da produção industrial em Minas Gerais na primeira metade de 2009 foi o de veículos automotores (-18,9%). Logo após vem o setor de máquinas e equipamentos, o que mais sofreu queda em 2009 (-46,1%), refletindo os cortes dos investimentos das empresas. O quinto setor a influir mais na queda da produção foi o de outros produtos químicos (-25,3%)

A Tabela 4.4 a seguir mostra os resultados para o primeiro semestre de 2009 de todos os treze setores pesquisados pelo IBGE, bem como sua contribuição para o resultado global da indústria mineira. Pode-se analisar qual foi o resultado de cada ramo tendo o mesmo

período de 2008 como referência e também a contribuição de cada um desses ramos para queda global da indústria. Pode-se perceber a grande contribuição dos setores citados anteriormente para a queda da produção industrial e que três setores tiveram crescimento tímido e pouco ajudaram para melhorar o resultado global: alimentos (6,4%); fumo (0,3%); celulose, papel e produtos de papel (3,9%).

Tabela 4.4 – Taxas de Crescimento da Produção de Setores da Indústria Mineira no 1º Semestre de 2009 (%) e Contribuição Para o Resultado Global da Indústria

Setores Industriais	Variação	Comp. da Taxa Global
Indústrias Extrativas	-35,5	-5,48
Alimentos	6,4	0,81
Bebidas	-2,1	-0,03
Fumo	0,3	0,01
Têxtil	-14,0	-0,41
Celulose, papel e produtos de papel	3,9	0,13
Refino de petróleo e álcool	-4,0	-0,22
Outros produtos químicos	-23,5	-1,26
Minerais não metálicos	-8,3	-0,53
Metalurgia básica	-38,6	-7,29
Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	-35,9	-1,61
Máquinas e equipamentos	-46,1	-2,15
Veículos automotores	-18,9	-3,31
Indústria Geral	-21,3	-21,3

IBGE, Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIMPF)

4.2 Crise e finanças públicas: queda da receita e o corte de gastos do governo

Durante os últimos anos, devido a nova lógica que passou a imperar na política fiscal nacional, com a renegociação das dívidas e à aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), no final do século passado, a política fiscal dos governos subnacionais brasileiros passou a ser pautada pela busca do ajuste das contas públicas. Os estados, a partir de então, deveriam manter o equilíbrio de suas contas, limites para as suas dívidas, evitar o aumento excessivo de gastos de custeio e com pessoal, atendendo uma série de indicadores fiscais previstos na LRF.

Segundo Riani e Andrade (2002) a escola clássica das finanças públicas coloca três formas básicas de buscar o ajuste fiscal, tendo em vista uma situação em que há um desajuste estrutural:

- elevação das receitas fiscais através da elevação da carga tributária;
- diminuição das despesas do governo, implicando muitas vezes na diminuição da oferta de bens e serviços à população;
- um ajuste simultâneo, envolvendo aumento de receitas e corte de despesas.

Analisando os resultados fiscais de Minas Gerais no período recente, pode-se dizer que o governo tem pautado, de certa forma, a busca pelo ajuste simultâneo, conseguindo atingir muitas dos limites estabelecidos pela LRF e bons números para os resultados fiscais. Pelo lado da despesa, o governo Aécio Neves, com advento da política do *Choque de Gestão*⁶ desde o início de sua gestão em 2003, implementou uma série de medidas para contenção de despesa e cortes diversos, além de buscar a modernização e eficiência da arrecadação e o gerenciamento efetivo das despesas públicas (REIS, 2006). Além disso, houve um movimento de aumentos de alíquotas de impostos estaduais que influíram em um ligeiro aumento da carga tributária no estado.

No entanto, pode-se dizer que uma das principais razões para os bons resultados dos últimos anos está relacionada aos resultados positivos da economia, com crescimento da atividade econômica e do PIB, que garantiu crescimento considerável da arrecadação tributária. A crise fiscal com que se depararam os estados brasileiros, desde meados dos anos noventa até início da atual década, esteve também ligada ao fato do crescimento ter sido pífio no período. Esse quadro se reverteu no período seguinte. Como foi visto no capítulo anterior, o país obteve, de 2004 a 2008, as maiores taxas de crescimento em vinte anos. A economia mineira vinha crescendo a taxas mais expressivas que as do Brasil, fazendo com que a receita total do estado quase dobrasse entre 2003 e 2008. A Tabela 4.5 apresenta os dados referentes ao crescimento da economia mineira e da receita total do estado para este período, em que se pode perceber uma importante correlação entre as duas variáveis.

⁶ De acordo com Reis (2006, p. 86) o *Choque de Gestão* “(...)pode ser visto como um conjunto de inovações voltadas para a modernização da gestão pública, partindo de experiências do governo federal e de outros estados, tendo o setor privado como inspiração para a elaboração e adaptação de instrumentos de gestão.”

Tabela 4.5 – Crescimento do PIB e da Receita Total de Minas Gerais entre 2003 e 2008 (%)

Crescimento	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB	1,39	5,87	3,96	3,91	5,83	5,8
Receita Total (1)	-1,63	1,82	10,65	10,58	7,36	15,52

Fonte: SEF-MG, STE, SCCG / FJP, CEI

(1) Crescimento real em relação ao ano anterior. Os valores foram deflacionados pelo IPCA/IBGE.

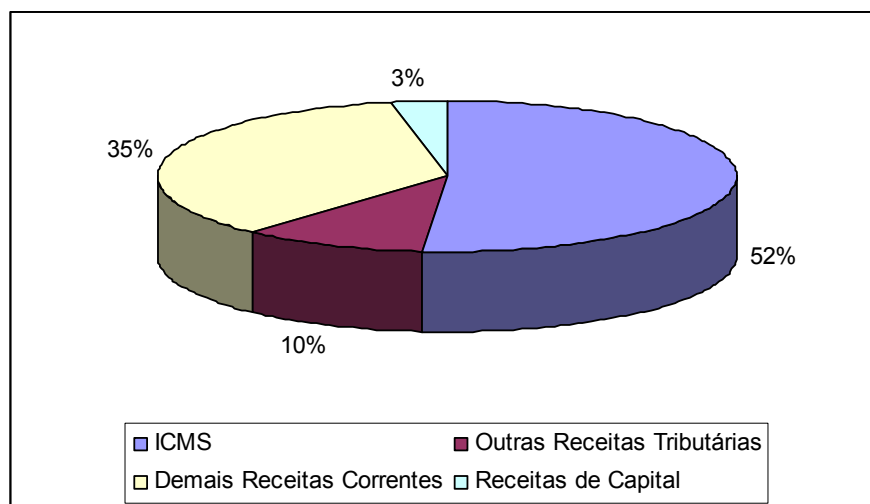
Os resultados obtidos pela economia e pela arrecadação de Minas Gerais desde o ano de 2005 foram muito positivos. A receita total quase dobrou no período, passando de um total de quase 20 bilhões de reais em 2003 para quase 40 bilhões em 2008. Esse crescimento da economia, no entanto, foi abruptamente interrompido com a deflagração da crise financeira internacional e seus impactos na economia brasileira e especialmente na mineira, pegando o estado em “contrapé”, pois a gestão governamental, principalmente no que tange à política fiscal, vinha tendo significativa ajuda do crescimento econômico e das receitas.

Em 2008, ano de crescimento muito acelerado da economia até o terceiro trimestre, a arrecadação total ao final do exercício foi de R\$ 39.923.333.756 superando a previsão da Lei Orçamentária Anual, que estimou a receita em R\$ 35.590.405.599 para o ano. Além disso, esse resultado, como mostra a Tabela 4.5, foi 15,52% maior que o de 2007, quando a receita total foi de R\$32.633.250.438.

4.2.1 O caso do ICMS

Pode-se dizer que a influência da crise no resultado negativo da receita estadual se dá principalmente pelos seus impactos diretos sobre o ICMS (Imposto Sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e Sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual, Intermunicipal e de Comunicação). Ele é a principal fonte de receita e objeto de preocupação para as finanças públicas de Minas Gerais. Segundo dados da Secretaria de Estado de Fazenda de Minas Gerais (SEF-MG), o ICMS em Minas Gerais representou 83% da receita tributária e 52 % da receita total do estado no ano de 2008. O Gráfico 4.1 ilustra esse padrão, onde ainda se pode ver a participação das outras receitas tributárias, 10%, a grande participação das demais receitas correntes, 35%, e a pequena parcela referente a receitas de capital, 3%.

Gráfico 4.1 – Participação do ICMS na Arrecadação Total do Estado de Minas Gerais no Ano de 2008 (%)



Fonte: SEF-MG, STE, SCCG

O ICMS é um imposto que incide principalmente sobre as mercadorias industrializadas, sendo essa sua principal fonte de recursos, mas também incide sobre o comércio varejista e atacadista, serviços, tais como transporte e comunicação, e sobre a produção agropecuária. Assim sendo, é razoável afirmar que ele é um imposto com estreita ligação com a atividade econômica e sensível suas variações. Em uma situação de crescimentos sustentável da economia, é de se esperar que a receita estadual aumente devido principalmente ao ICMS, já que, além de já ser a maior fonte de arrecadação, deverá ter expressivo crescimento da sua base de incidência.

A Tabela 4.6 traz os dados referentes à evolução do PIB mineiro de 2003 a 2008, bem como o crescimento real do ICMS. Pode-se perceber através dos dados que o ICMS reage positivamente ao crescimento do PIB. Seu crescimento aumenta quase 5 pontos percentuais entre 2003 e 2004, quando o PIB tem um crescimento considerável de 5,87%. Em 2006, seu crescimento se desacelera refletindo os resultados mais modestos do PIB em 2005 e 2006. Em 2007 e 2008, com o PIB crescendo a taxas de quase 6%, o ICMS volta a crescer fortemente, a taxas de 8,32% e 13,06% respectivamente.

Tabela 4.6 – Crescimento do PIB e da Arrecadação de ICMS em Minas Gerais entre 2003 e 2008 (%)

Crescimento	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB	1,39	5,87	3,96	3,91	5,83	5,80
Arrecadação de ICMS (1)	4,64	11,24	11,37	5,64	8,32	13,06

Fonte: SEF-MG, STE, SCCG / FJP, CEI

(1) Crescimento real em relação ao ano anterior. Os valores foram deflacionados pelo IPCA/IBGE.

4.2.1.1 Análise da variação do ICMS por setores

Por ser aplicado principalmente à circulação de mercadorias, o setor industrial é o mais representativo na arrecadação do ICMS, com participação de 54,6% em 2008. Logo em seguida, vem o setor de serviços, 25,8%, comércio 19,3%, e agropecuário, 0,3%. Com o crescimento econômico do estado durante os últimos anos, a receita referente a todos esses setores aumentou consideravelmente. A Tabela 4.7 apresenta os dados referentes à evolução por setor da arrecadação do imposto de 2003 a 2008. A receita de ICMS aumentou 60% no período, resultado puxado pelo bom desempenho da indústria, que teve crescimentos nominais cada vez maiores no período, culminando com um crescimento total de 68%. Todos os outros setores tiveram bom desempenho na arrecadação, com destaque para o setor agropecuário, que, apesar de pouco representativo teve crescimento de 143% no período.

Tabela 4.7 Evolução e Variação da Arrecadação do ICMS por Setor em Minas Gerais entre 2003 e 2008

Setor	Arrecadação (R\$1.000)						Variação 2008/2003 (%)
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
ICMS	11.001.496	12.238.079	13.628.992	14.398.141	15.596.677	17.634.039	60
Indústria	5.715.014	6.252.404	6.664.234	7.342.537	8.412.292	9.621.968	68
Serviços	3.131.242	3.521.440	4.182.031	4.122.712	4.320.636	4.547.593	45
Comércio	2.131.479	2.420.984	2.749.627	2.896.999	2.829.562	3.410.188	60
Agropecuário	22.356	42.180	29.426	31.982	34.186	54.291	143
Outras Ativ.(1)	1.402	1.069	3.673	3.910			

Fonte: SEF-MG, SAIF, DINF, DTI

Nota: os valores foram deflacionados pelo IPCA e correspondem a preços de 2003.

(1) A partir de 2007 não aparece nos dados fornecidos SEF-MG

Entretanto, como foi visto na primeira seção deste capítulo, a economia mineira, seguindo a tendência da economia mundial e brasileira, sofreu os impactos da crise, tendo retração econômica a partir do final de 2008 e no início de 2009. Ademais, Minas Gerais sofreu mais fortemente os impactos por ter uma maior dependência do setor industrial em relação ao Brasil. Apesar de não representar a maior proporção do PIB, ficando atrás do setor

serviços, a indústria vinha sendo a principal propulsora do crescimento econômico, mas, com o advento da crise, este passou a ser o principal setor responsável pela retração no resultado global. Este foi o único setor do PIB a apresentar retração no primeiro semestre de 2009.

Dessa forma, tendo vista que o setor industrial apresentou forte retração e que é a principal fonte de recursos do ICMS, é de se esperar uma queda, ou pelo menos estagnação da arrecadação desse imposto em 2009 com relação ao ano de 2008, principalmente no que se refere à indústria. Isso é o que mostra a Tabela 4.8. Os dados apresentados são referentes aos primeiros semestres de 2008 e 2009, a fim de traçar um panorama preliminar da receita estadual em 2009, comparando dois períodos iguais dos dois anos para diminuir eventuais influências sazonais.

Tabela 4.8 Comparação das Arrecadações de ICMS, Por Setores, em Minas Gerais Entre os Primeiros Semestres de 2008 e 2009

Setores	Arrecadação (R\$1.000)		Variação (%)
	1º Sem. 2008	1º Sem. 2009	
ICMS	11.197.102	10.164.496	-9,2
Indústria	6.017.217	5.164.918	-14,2
Serviços	2.939.351	2.797.254	-4,8
Comércio	2.209.974	2.164.555	-2,1
Agropecuária	30.559	37.767	23,6

Fonte: SEF-MG, SAIF, DINF, DTI

Pela análise dos dados, pode-se perceber que a arrecadação do ICMS caiu 9,2% no primeiro semestre de 2009 em comparação com o mesmo período de 2008, tendo um resultado negativo ainda mais expressivo que o da economia mineira para o período (-5,0%). Em grande parte esse resultado se deveu ao resultado da indústria, já que esse setor, além de ser o mais representativo, foi o que teve a maior queda (-14,2%). Este resultado também corrobora os números encontrados para a indústria no que se refere à queda do valor adicionado (-16,4%). No que diz respeito aos demais setores, serviços e comércio, tiveram quedas de 4,8% e 2,1% no período. Estes resultados não seguem a variação do valor adicionado, que indicou crescimento positivo para estes setores⁷. A agropecuária foi o único setor a apresentar crescimento de arrecadação (23,6%).

⁷ No cálculo para o PIB e do Valor Adicionado por setores da economia, o setor comércio é incorporado ao setor de serviços.

Tendo em vista análise da queda da produção industrial por setores, feita na primeira seção deste capítulo, cabe aqui fazer algumas análises a respeito da arrecadação do ICMS por subsetores na comparação entre os primeiros semestres de 2008 e 2009. Nesse sentido, é interessante notar que, segundo dados SEF-MG, os dois principais setores que contribuíram para a queda da produção industrial em Minas Gerais em 2009 (dados que constam na Tabela 4.4), a indústria extrativa e de metalurgia básica foram os principais responsáveis pela queda do ICMS. O setor metalurgia básica – ferrosos, foi o maior responsável por essa queda em comparação com qualquer outro subsetor analisado. Ele, que era a segunda maior fonte de arrecadação em 2008, sofreu a segunda maior queda entre todos setores da indústria (-48,5%) e passou para o terceiro lugar, sendo ultrapassado pelo setor material de transporte e outros equipamentos de transporte, o qual teve queda de 4,9%. A maior queda entre todos os setores foi da indústria extrativa, - 48,9%. Se este setor era a quarta maior fonte de arrecadação da indústria em 2008, passou para a nona posição. A principal fonte de arrecadação na indústria mineira, produção de combustíveis, acabou não sofrendo uma redução tão grande (-0,8%) e teve participação relativamente pequena na queda total do ICMS.

Outros subsetores representativos em termos de arrecadação no setor industrial que contribuíram substancialmente para a queda do ICMS em 2009 foram: produtos de metal (-29,4%), material de transporte e outros equipamentos de transporte (-4,9%), metalurgia básica – não ferrosos (-45,7%), produtos químicos (-16,8%) e bebidas (-9,4%). Com relação aos outros setores econômicos, o setor de comércio o comércio varejista contribuiu significativamente para a queda de arrecadação do ICMS (-15%), com destaque para revendedora de veículos (-45,9%). No setor de serviços as queda mais significativas foram serviços de transporte (-24,3%) e distribuição de energia elétrica (-5%).

Assim sendo o resultado da arrecadação do ICMS no primeiro semestre de 2009 comparado com o primeiro semestre de 2008 foi de queda de R\$1.032.605.899. Ficou claro, com a análise dos dados, que há uma relação estreita entre os impactos da crise na economia mineira e esse resultado, já que os setores que tiveram as maiores quedas na produção foram os que representaram as maiores quedas de arrecadação do ICMS. O setor metalurgia básica – ferrosos teve uma queda de R\$403.652.156 e o setor indústria extrativa R\$151.428.957. Fica claro também que, por representar parte substancialmente grande da receita total, o resultado do ICMS foi o principal responsável pela queda da receita total, corroborando a idéia dos impactos da crise na arrecadação estadual.

4.2 Medidas adotadas pelo governo mineiro

O resultado da crise sobre a receita estadual no primeiro semestre em 2009, deixou as contas públicas estaduais em uma situação diferente do padrão que vinha se observando, principalmente a partir de 2004, com crescimentos constantes da atividade econômica e da arrecadação pública. O governo de Minas Gerais teve então que se adaptar à nova realidade, tomando medidas no sentido de equilibrar seus fluxos financeiros e manter os indicadores correntes de política fiscal nos patamares aceitáveis, inclusive os indicadores que concernentes a LRF.

Segundo a Secretaria de Estado da Fazenda de Minas Gerais, ainda em 2008 o governo tomou medidas preventivas para mitigar os efeitos da crise nas contas públicas. Uma das primeiras medidas foi a antecipação de despesas e a postergação de receitas. Esses mecanismos foram artifícios orçamentários utilizados para equilibrar preventivamente a execução orçamentária de 2009. Do lado da despesa, foram antecipados R\$1,6 bilhão de investimentos que somente ocorreriam em 2009. Essas despesas então foram executadas em 2008, diminuindo o montante de despesas a serem executadas em 2009. Do lado da receita, foram postergados R\$340 milhões referente a 2º parcela da operação SWAP/BIRD, aumentando a receita executada em 2009. Assim, essas ações representaram um alívio orçamentário para o exercício de 2009, na medida em que foram diminuídas as suas despesas e aumentadas as entradas de receita.

No entanto, a principal medida tomada para o ajuste das despesas foi o Decreto 45.087, de 24/04/09, que alterou a programação orçamentária e financeira do estado, contida no Decreto nº 45.023 de 21/01/2009, a Lei Orçamentária. O Poder Executivo de Minas Gerais, de acordo com as disposições da LRF (art. 8), lança, no início de todos os anos o decreto de programação orçamentária e financeira quadrimestral para todos os órgãos do estado, no qual estabelece limites à aprovação de cotas baseados no orçamento aprovado na LOA e nas projeções feitas pelo Tesouro estadual para a arrecadação anual. Essa programação se dá para despesas de programas associados, especiais e estruturadores, no que se refere a despesas discricionárias, passíveis de contingenciamento. Assim, ela não envolve despesas obrigatórias como as de pessoal e encargos sociais, pagamentos de juros e encargos da dívida e amortizações, que tem um montante já determinado para pagamento em todos os meses.

Dessa forma, em seu Anexo I, o decreto de programação orçamentária traz a programação para programas associados e especiais⁸ para os grupos de despesa 3 – Outras Despesas Correntes, 4 – Investimentos e 5 – Inversões Financeiras. Para o ano de 2009 a programação foi feita tendo como base o orçamento aprovado na Lei Orçamentária, a qual previa uma arrecadação para 2009 maior que a de 2008. Entretanto, como foi visto anteriormente neste capítulo, as receitas previstas para 2009 foram frustradas pela crise, fazendo com que o governo laçasse mão do Decreto nº 45.087/2009, estabelecendo o contingenciamento de despesas estaduais, para adaptar o orçamento a realidade. Ele alterou o Anexo I, diminuindo somente os limites relativos às despesas correntes para todos os órgãos da administração pública estadual. Dessa forma, o decreto não diminuiu os limites referentes à despesas de capital nem dos projetos estruturadores, apesar de seu Artigo 4º prever a possibilidade de remanejamento de recursos para os projetos associados e especiais. O decreto, ainda, estabeleceu prioridade na redução de despesas com serviços técnicos e especializados, apoio administrativo, serviços de informática, serviços de consultoria, diárias de viagem e passagens, serviços de conservação e limpeza e despesas com tarifas públicas.

Dessa forma o governo tomou as medidas no sentido contenção de despesas com custeio da máquina pública, no intuito de poupar ao máximo as despesas com a prestação de serviços ao público, os investimentos e os projetos estruturadores que são estratégicos, segundo a política do governo Aécio Neves. No entanto, a principal razão para o corte é manter o equilíbrio nas finanças públicas estaduais e obedecer aos constrangimentos estabelecidos pela LRF, no que tange ao cumprimento de limites de indicadores de desempenho fiscal.

4.3 Os resultados fiscais de Minas Gerais em 2009: uma análise preliminar

O governo deve obedecer a regras em sua gestão fiscal, a fim de atender aos limites impostos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, bem como buscar o equilíbrio de suas finanças. Por isso, tomou medidas de cortes das despesas correntes que foram importantes para a busca do reequilíbrio das contas estaduais, a despeito de terem limitado, de certa forma, a capacidade de gasto do governo para a implementação de políticas públicas. Tendo isso em

⁸ O Decreto 45.023/2009 traz os números referentes aos limites da programação orçamentária quadrimestral dos projetos estruturadores no § 7º do Artigo 1º: 15% para o 1º quadrimestre, 30% para o 2º quadrimestre e 55% para o terceiro.

vista, e diante dos impactos da crise na receitas, a questão que naturalmente se levanta é de quais são os resultados fiscais preliminares para 2009.

Assim, esta seção tem o objetivo de traçar alguns resultados fiscais para o estado de Minas Gerais até o segundo quadrimestre de 2009, comparativamente ao mesmo período de 2008, tendo como base os relatórios divulgados pela Secretaria de Estado de Fazenda de Minas Gerais para execução orçamentária dos períodos e os dados contidos no Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) e no Relatório de Gestão Fiscal (RGF), a fim de comparar a evolução de indicadores. Assim, pode-se, principalmente, ter uma idéia de como a mudança na conjuntura econômica, de crescimento em 2008 e de retração em 2009, pode ter influenciado nos resultados fiscais do estado.

4.3.1 Comparação 2009/2008 de resultados fiscais e análise de indicadores

Em primeiro lugar, é importante verificar os números da execução orçamentária e do resultado fiscal referentes aos dois períodos. A Tabela 4.9 traz os resultados:

Tabela 4.9 – Execução Orçamentária em Minas Gerais em 2008 e 2009

R\$1,00

DISCRIMINAÇÃO	2008(1)	2009(1)	Variação 2009/2008 (%)
Receitas Correntes	28.268.533.289	26.701.170.281	-5,54
Tributária	18.120.629.311	17.524.087.911	-3,29
ICMS	14.713.265.323	13.854.856.265	-5,83
IPVA	1.731.303.455	1.914.951.896	10,61
IRRF	788.385.111	747.125.957	-5,23
Demais	887.675.421	1.007.153.793	13,46
Contribuições	1.674.222.749	906.479.014	-45,86
Patrimonial	1.398.356.106	1.163.450.802	-16,80
Agropecuária	3.646.210	2.995.867	-17,84
Industrial	62.646.740	59.024.288	-5,78
Serviços	302.304.429	320.270.870	5,94
Transferências Correntes	5.508.487.052	5.887.748.142	6,89
Outras	1.198.240.693	837.113.387	-30,14
Receitas de Capital	761.010.169	1.282.032.549	68,46
Operações de Crédito	82.004.970	715.895.545	772,99
Alienações de Bens	9.130.859	13.166.135	44,19
Amortizações de Empréstimos	310.690.175	285.289.225	-8,18
Transferência de Capital	335.306.176	263.082.343	-21,54
Outras Receitas de Capital	23.877.989	4.599.302	-80,74
Deduções do FUNDEB	(2.570.433.600)	(2.654.233.842)	3,26
Total da Receita Fiscal	26.459.109.858	25.328.968.989	-4,27
Despesas Correntes	20.425.161.198	19.900.014.254	-2,57
Pessoal e Encargos Sociais	10.300.068.790	9.833.624.234	-4,53
Juros e Encargos da Dívida	1.437.008.117	1.468.125.947	2,17
Outras Despesa Correntes	8.688.084.291	8.598.264.073	-1,03
Despesas de Capital	1.966.154.918	2.846.445.503	44,77
Investimentos	1.359.800.190	1.454.704.576	6,98
Inversões Financeiras	367.634.748	694.808.896	88,99
Amortizações	238.719.980	696.932.031	191,95
Total da Despesa Fiscal	22.391.316.115	22.746.459.758	1,59
RESULTADO FISCAL	4.067.793.742	2.582.509.231	-36,51

Fonte: DCAP, SCCG, STE, SEF

(1) Dados referentes ao acumulado até o 2º quadrimestre do ano

Pode-se perceber, através dos dados, que houve uma queda do resultado fiscal do estado em 2009, comparativamente a 2008. O superávit, que era de pouco mais de R\$4 bilhões, passou para aproximadamente R\$2,5 bilhões, sofrendo uma expressiva queda de 36,51%. Esse resultado se deu, principalmente, devido à queda das receitas correntes (-5,54%), que, por sua vez, caiu principalmente por causa do ICMS (-5,83). Observa-se queda generalizada das receitas correntes do estado. As receitas de capital tiveram alta (68,46%),

devido principalmente, a um grande aumento das receitas de operações de crédito (772,99%), porém não foram suficientes para amenizar a queda da receita total do estado até o 2º quadrimestre de 2009 (-4,27%).

O aumento das despesas também contribuiu para a diminuição do resultado fiscal. Não muito pelo acréscimo das despesas, mas por ter se mantido em um patamar praticamente equivalente ao de 2008. Observa-se uma pequena queda das despesas correntes (-2,57%) que, no entanto, foram mais que compensadas pelo aumento das despesas de capital (44,77). Pode-se perceber que esse aumento ocorreu por causas das despesas de capital, pois houve uma queda das despesas correntes do estado.

4.3.2 Comparação de resultados e indicadores fiscais do RREO e RGF 2009/2008

O estado de Minas Gerais, assim como todos os outros estados da federação, devem divulgar o RREO (bimestral) e o RGF (quadrimestral) previstos no Artigo 48 da LRF, a fim de atender seus preceitos de transparência, controle e fiscalização. Esses relatórios apresentam uma série de resultados e indicadores para um monitoramento da situação fiscal do estado, inclusive, no que concerne aos indicadores e os limites previstos na Lei.

Pretende-se aqui analisar alguns resultados e indicadores baseados nesses relatórios para os dois primeiros quadrimestres de 2009 comparativamente ao mesmo período de 2008. Os resultados e indicadores utilizados serão os seguintes:

- Resultado primário: a diferença entre as receitas e despesas não financeiras do estado, ou seja, receitas e despesas primárias. As receitas primárias não incluem receitas de operações de crédito, de amortizações de empréstimos e alienações de bens. As despesas primárias não incluem despesas com juros e encargos da dívida, as despesas de inversões financeiras de concessão de empréstimos e aquisição de título de capital já integralizado e as despesas de amortizações financeiras. A importância do resultado primário se dá porque ele indica o esforço fiscal do governo tendo em vista sua receita própria e os gastos com custeio da máquina pública e investimentos. Os resultados apresentados serão os valores absolutos correntes para cada período conforme consta no Anexo VII do RREO;

- Receita Corrente Líquida (RCL): será analisado o resultado da RCL, que consiste no somatório das receitas tributárias, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas correntes, deduzidas as receitas de contribuições sociais (patronal e do servidor) e as despesas com transferências constitucionais. Este resultado é importante, pois representa o montante de receitas próprias disponíveis para o estado. Encontra-se no Anexo III do RREO.

- Resultado Primário/Receita Corrente Líquida(RP/RCL): resultado que tem o resultados primário como proporção da RCL, para se ter uma idéia do quanto o esforço fiscal do governo representa de sua receita disponível.

- Despesas Correntes/Receita Corrente Líquida (D. Correntes/RCL): consiste na relação entre as Despesas Correntes, excetuadas as transferências constitucionais, sobre a Receita Corrente Líquida (RCL). Esse indicador é importante, pois dá uma boa idéia sobre capacidade da RCL de financiar as despesas correntes do estado. As despesas correntes podem ser encontradas no Anexo I do RREO;

- Despesa com Pessoal/Receita Corrente Líquida (DP/RCL): é um indicador previsto na própria LRF, em seu Art. 20, Inciso II, que limita o percentual da despesa com pessoal do estado sobre a RCL. O limite prudencial é 46,55% e o máximo é 49%. A manutenção de um controle desse indicador se justifica pela característica dos gastos com pessoal, que são mais difíceis de serem reduzidos, logo devem ser mantido em níveis determinados para não representarem riscos fiscais. Os resultados constam no RGF;

- Dívida Consolidada/Receita Corrente Líquida (DC/RCL) e Dívida Consolidada Líquida/Receita Corrente Líquida: são indicadores presentes também no RGF para monitoramento. Indicam qual a proporção da dívida do estado em relação a sua receita, relação que deve ser mantida sob controle para evitar riscos para o equilíbrio das contas públicas. Deve ser de, no máximo, 200%.

Os resultados para os primeiros dois quadrimestres de 2008 e 2009 se encontram na Tabela 4.10 a seguir:

Tabela 4.10 – Indicadores Fiscais em Minas Gerais para os Dois Primeiros Quadrimestres de 2008 e 2009

	R\$1,00		
Indicador Fiscal	2008	2009	Varição
Resultado Primário	5.101.030.847	3.536.974.529	-31%
RCL	19.413.548.911	18.824.913.141	-3%
% RP/RCL	26,28	18,79	-7,49 p.p
% D. Correntes/RCL	80,11	80,62	0,51 p.p
% DP/RCL(1)	44,27	46,49	2,22 p.p
% DC/RCL(1)	201,52	202,80	1,27 p.p
% DCL/RCL(1)	165,86	172,88	7,02 p.p

Fonte: DCAP, SCCG, STE, SEF-MG/ RREO e RGF

(1) Indicadores baseados nos últimos 12 meses, ou seja, incluem a execução orçamentária do último quadrimestre de 2007, para 2008, e de 2008, para

Observa-se, pelos dados dos indicadores fiscais de Minas Gerais, que houve uma deterioração quadro fiscal. Houve uma considerável diminuição do superávit primário, que, a despeito da redução da RCL, fez com que a relação RP/RCL sofresse uma grande diminuição, passando de 26,28%, em 2008, para 18,79%, em 2009. As despesas correntes, em 2009, mantiveram-se estáveis como proporção da RCL, em comparação com 2008, corroborando os dados da execução orçamentária que mostram uma diminuição das despesas correntes. Há de se ressaltar, entretanto, que a proporção de aproximadamente 80% das despesas correntes com relação à RCL é significativa.

O três últimos indicadores apresentados são extraídos do RGF e são baseados nos números dos últimos 12 meses, ou seja, incorporam os resultados do último quadrimestre de 2008. Assim sendo, eles representam bem o período da crise e indicam um aumento das proporções de despesa com pessoal e da dívida consolidada, com relação à RCL. As despesas com pessoal passaram de 44,27% para 46,49%, chegando muito perto do limite prudencial de 46,55%. Os resultados para a dívida consolidada também indicam aumentos, principalmente no que se refere à dívida consolidada líquida que passou de 165,86 da RCL, em 2008, para 172,88% em 2009. Esse percentual ainda está bem abaixo do limite de 200%, definido por resolução do Senado Federal.

4.4 Considerações Finais

Pode-se dizer, diante dos resultados apresentados no presente capítulo, que a crise financeira internacional teve impactos diretos para os resultados fiscais do estado, afetando

sua maior fonte de receita, que é o ICMS. A indústria era o setor da economia que impulsionava o crescimento do PIB estadual durante boa parte da década atual até 2008. A crise fez com que este setor fosse o mais afetado, devido a características próprias. A indústria é também a principal base de incidência do ICMS, e sua queda fez com que este imposto também sofresse queda de arrecadação em 2009. Sendo a principal fonte de recursos do estado, o ICMS é também a importante, pois é a principal receita corrente do estado, ou seja, ele representa a maior parte da receita própria.

Diante do comportamento das receitas, o governo tomou medidas para cortar os gastos previstos para 2009, sob pena de desequilibrar sua gestão e ultrapassar limites determinados pela LRF. Esses cortes evidenciaram a lógica que vem imperando no federalismo fiscal brasileiro com o advento desta lei. Diante de uma queda de receitas, os entes federados devem cortar seus gastos, limitando a implementação de políticas públicas, com o objetivo de manter o equilíbrio fiscal.

A despeito das ações do governo, os indicadores fiscais apresentaram, de um modo geral, resultados piores em 2009 em relação a 2008. Todos os indicadores apresentados vinham tendo nos últimos anos resultados favoráveis, no sentido de atender o ajuste fiscal e as imposições da LRF. A diminuição do superávit primário, inclusive com relação à receita corrente líquida, talvez indique a necessidade de se aumentar o corte nos gastos. Logicamente, o ideal seria que alguns indicadores, como o nível da dívida consolidada com relação à receita corrente líquida, tivessem uma tendência de melhora sustentável ao longo do tempo. A crise mostrou o quanto a conjuntura tem importância para a manutenção das metas de ajuste de longo prazo.

5 CONCLUSÕES

O trabalho se propôs a traçar uma análise dos resultados preliminares da crise financeira mundial sobre a economia brasileira e, especificamente para o caso de Minas Gerais, quais os resultados nas finanças públicas. Para isso, partiu-se da análise da crise financeira propriamente dita e seus desdobramentos, passou-se pelos impactos na economia brasileira e chegou-se aos efeitos nas finanças públicas de Minas Gerais.

Com relação à crise econômica, conclui-se que a arquitetura do sistema financeiro internacional e suas regulamentações acabaram por gerar as condições para uma crise de dimensões globais. A crise de um mercado específico nos Estados Unidos, o imobiliário, se irradiou, impactando todo o sistema, dada a dessegmentação do mercado. A especulação ligada a tal mercado estava diretamente relacionada ao aumento do crédito e da desregulamentação do mercado. A globalização financeira trouxe as condições para que os créditos de má qualidade se espalhassem internacionalmente, principalmente naqueles mercados menos regulados. A irresponsabilidade dos agentes econômicos gerou um nível de endividamento muito grande, com alto grau de alavancagem no mercado financeiro. O nível de fragilidade indicou que o crescimento econômico mundial não se apoiava em bases sólidas. Os acontecimentos pós crise, em que ganharam destaque a intervenção direta do Estado para debelá-la e mitigar seus efeitos, mostrou, ademais, a importância do equilíbrio entre mercado e Estado para o bom funcionamento da economia.

A crise, enfim, atingiu o Brasil. Isso é um fato, mesmo que a economia brasileira apresente uma recuperação relativamente rápida, os dados comprovam que houve quedas abruptas da atividade econômica, algumas das maiores das séries históricas, como foi o caso da produção industrial. A queda do PIB no 1º semestre de 2009 indicou queda de 1,5% e, mesmo que a recuperação seja robusta, pode-se dizer que os resultados contrariam a aceleração do crescimento observado desde 2007. É certo, no entanto, que a intensidade dessa queda também se deve a larga base de comparação, no qual o nível de produção era grande.

Era a conjuntura favorável externa e interna anterior à crise que apoiava a busca por ajuste fiscal do estado de Minas Gerais. De acordo com os dados até o ano de 2008, a arrecadação estadual cresceu inclusive a taxas muito mais altas que o produto do estado. O ICMS, como principal fonte de arrecadação do estado e como um imposto incidente

diretamente na atividade produtiva, era o responsável por esses resultados, que inclusive possibilitaram um aumento dos gastos sem que isso implicasse em desequilíbrios nas contas.

Porém, a mudança da conjuntura econômica implicou em queda da arrecadação estadual, puxada principalmente pela queda do ICMS. A arrecadação desse imposto, pela análise dos dados apresentados no quarto capítulo, se mostrou altamente dependente na atividade industrial. Esse foi o setor que sentiu diretamente e mais intensamente os impactos da crise, pois tem uma ligação com os canais de transmissão da crise para o Brasil apresentados no terceiro capítulo: restrição creditícia, queda da demanda e deterioração das expectativas dos agentes econômicos.

Foi interessante observar que os setores de indústria de base, indústria extrativa e metalurgia básica, apesar de não serem os mais representativos na arrecadação do ICMS, foram os principais responsáveis por sua queda em 2009, representando 39% e 15% da queda total respectivamente. Ora, sendo o setor industrial o mais atingido pela crise, houve um grande corte da aquisição de insumos para a produção. Ademais, esses setores são altamente dependentes do ânimo do mercado externo. Assim, como corroboram os dados da produção industrial para o primeiro semestre de 2009, estes dois subsetores da indústria foram os principais responsáveis também pela queda da produção industrial. A variação da produção das indústrias extrativas foi de -35,5 e da metalurgia básica foi de -38,6%, culminando com a queda de 21,3% para a indústria geral. Isso é um resultado sintomático da estrutura produtiva mineira, ainda muito dependente da produção de produtos intermediários e de baixo valor agregado. Torna-se premente uma preocupação com uma maior diversificação da economia mineira, no sentido de garantir um crescimento mais sustentável no tempo.

Assim, com a queda da arrecadação, foi exigida do Estado também uma mudança de postura quanto aos seus gastos. O governo lançou mão de um decreto de contingenciamento de recursos, instrumento que não utilizava desde a época em que ainda apresentava contínuos déficits em sua execução orçamentária. Ainda assim, os resultados preliminares dos indicadores fiscais de 2009 apontaram uma piora relativa ao ano de 2008. Houve principalmente uma queda de seu resultado primário e os gastos com pessoal subiram de maneira a quase alcançar o limite prudencial da LRF. O aumento da dívida consolidada com relação a receita corrente líquida também indicou a piora do quadro fiscal. Tais resultados evidenciam que a política fiscal do estado deve continuar se pautando pela busca de um ajuste

estrutural, de modo a prover um equilíbrio sustentável das contas públicas, tornando-o menos suscetível às vicissitudes externas.

BIBLIOGRAFIA

AFONSO, José Roberto R. e JUNQUEIRA, Gabriel. **Uma avaliação federativa do resultado primário do primeiro quadrimestre de 2009**: os efeitos da crise. Nota técnica – 04/06/2009. [online] Disponível em: <www.joserobertoafonso.ecn.br> Acesso em 01/07/2009

ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **O Dossiê da Crise**. Novembro de 2008. Disponível em: <www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>. Acesso em 20/03/2009.

BRASIL. Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000.

CAGNIN, Rafael Fagundes. **Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano**. In: *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 3 (115), pp. 256-273, São Paulo, julho-setembro/2009

CARNEIRO, Ricardo. **A globalização financeira**: origem, dinâmica e perspectivas. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 90, Campinas, out. 1999.

FARHI, Maryse. e CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo**. In: *Revista de Economia Política*, vol. 29, nº 3 (115), pp. 274-294, São Paulo, julho-setembro/2009.

FERREIRA, Tiago. **Bolhas e Crises Financeiras**: o crescimento fragilizado da economia norte-americana a partir da década de 90. In: *Revista Análise Econômica*, ano 26, n. 50, p. 161-184, Porto Alegre, setembro de 2008.

FERREIRA JR., Sílvio. **As finanças públicas nos estados brasileiros**: uma avaliação da execução orçamentária no período de 1995 a 2004. Tese apresentada a Universidade Federal de Viçosa. Viçosa, 2006.

FJP (Fundação João Pinheiro). **Informativo PIB Minas Gerais – 2º Trimestre de 2009**. Belo Horizonte: FJP, setembro/2009.

FMI (Fundo Monetário Internacional). **World Economic Outlook**. Washington DC, abril 2008. [online] Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em 05/07/2008.

FREITAS, Cristina Penido de. e CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano**. In: *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 3 (111), pp. 414-433, São Paulo, julho-setembro/2008

FUNDAP (Fundação do Desenvolvimento Administrativo). **A Crise Global, A “Morte Súbita” do PIB Brasileiro no 4º Trimestre de 2008 e a Evolução Recente da Atividade Econômica**. Grupo de Conjuntura. São Paulo, 2009a. [online] Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em: 05/07/2009.

FUNDAP (Fundação do Desenvolvimento Administrativo). **A Evolução Recente da Atividade Econômica no Brasil e os Impactos da Crise Financeira Internacional**. Grupo

de Conjuntura. São Paulo, 2008. [online] Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em: 05/07/2009.

FUNDAP (Fundação do Desenvolvimento Administrativo). **Desdobramentos da Crise Global e Desempenho das Economias Avançadas**. Grupo de Conjuntura. São Paulo, 2009b. [online] Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em: 05/07/2009.

FUNDAP (Fundação do Desenvolvimento Administrativo). **Desdobramentos da Crise Global: O Desempenho das Economias Emergentes**. Grupo de Conjuntura. São Paulo, 2009c. [online] Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em: 01/08/2009.

GIAMBIAGI, Fábio e ALÉM, Ana Cláudia Duarte de. **Finanças Públicas**. Campus, 2ª edição. Rio de Janeiro, 2000.

GONTIJO, Cláudio e OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **Subprime: Os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte, 2009.

GONZAGA, Jayme Jr. et all. **Restrição orçamentária e lei de responsabilidade fiscal: um estudo para Minas Gerais (1995-2005)**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2006.

GONZAGA, Paulo e SALLES, Sílvio. **O PIB do terceiro trimestre e o nível de atividade em outubro: o passado, o presente e o futuro**. In: *Economia & conjuntura*, ano 8, n°. 87, Rio de Janeiro, dezembro 2008.

HERMANN, Jennifer. **Liberalização financeira e “crises gêmeas”**: uma interpretação pós-keynesiana. In: Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política. Florianópolis, junho de 2003a.

HERMANN, Jennifer. **O modelo de liberalização financeira dos anos 90: ‘restatement’ ou auto-crítica?** In: *Nova Economia*, v. 13, n°. 12, FACE/UFMG, Belo Horizonte, jul-dez de 2003b.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Indicadores IBGE: Contas Nacionais Trimestrais Indicadores de Volume e Valores Correntes**. Rio de Janeiro: IBGE, 2000-2009.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Indicadores IBGE: Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE, 2000-2009.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Indicadores IBGE: Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física Regional**. Rio de Janeiro: IBGE, 2008-2009.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). **Indicadores IBGE: Pesquisa Mensal do Comércio**. Rio de Janeiro: IBGE, 2008-2009.

IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). **Crise Internacional: reações na América Latina e canais de transmissão no Brasil**. Comunicado da Presidência n° 17, 2009. [online] Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>> Acesso em: 05/05/2009.

KINDLEBERGER, Charles Poor. **Manias, pânico e crashes**: um histórico das crises financeiras. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

LOPREATO, Francisco Luiz C. **Finanças estaduais: alguns avanços, mas...** (os exemplos de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul) São Paulo: Instituto de Economia da Unicamp, julho 2008 (Texto para Discussão nº 145).

MINAS GERAIS. Lei nº 17.333, de 10 de janeiro de 2008.

MINAS GERAIS. Lei nº 45.023, de 26 de janeiro de 2009.

MINAS GERAIS. Decreto nº 45.087, de 24 de abril de 2009.

NASCIMENTO, E.R.N.; DEBUS, I. **Entendendo a lei de responsabilidade fiscal**. 2.ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2002. Disponível em: <<http://www.stn.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 05/04/2009.

NÓBREGA, Marcos Antônio Rios da e FIGUEIREDO, Carlos Maurício Cabral. **Lei de Responsabilidade Fiscal**: aspectos gerais. In: *Caderno de Finanças Públicas*, ano I, nº 1, Brasília, dez de 2000. p. 51-59.

REIS, André Abreu. **Avaliação das contas do governo do estado de Minas Gerais de 1995 a 2005**: uma busca por iniciativas de ajuste fiscal. Dissertação de mestrado apresentada ao curso de mestrado da Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho. Belo Horizonte, 2006.

RIANI, Flávio e ANDRADE, Silvana Maria Mendonça de. **Evolução recente e a renegociação da dívida pública do Estado de Minas Gerais**. Diamantina: Cedeplar, 2002.

SANCHES, Osvaldo Maldonado. **Dicionário de Orçamento, Planejamento e Áreas Afins**. 2ª Ed. Brasília: Prisma/OMS, 2004.

STIGLITZ, Joseph E. **Os Exuberantes Anos 90**: Uma interpretação da Década mais Próspera da História. 1ª Ed. São Paulo: Cia. das Letras, 2003.

TEIXEIRA, Marcos Pineschi. **Impacto macroeconômico da crise atual**. Nota Técnica da Consultoria Legislativa. Brasília – DF, março/2009. [online] Disponível em: <http://apache.camara.gov.br/portal/arquivos/Camara/internet/publicacoes/estnottec/copy4_of_notastecnicas/H-Coord_Legislativa-Setex-Andamento-2009_563_GT.pdf> Acesso em: 04/04/2009.