

# AINDA SUJEITA AO CONTÁGIO? A VULNERABILIDADE DA ECONOMIA RUSSA A UMA NOVA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL

André Gustavo de Miranda Pineli Alves\*

## 1 INTRODUÇÃO

No papel, parecia uma economia imune a crises, com fundamentos macroeconômicos invejáveis,<sup>1</sup> tais como superávits fiscais do governo federal da ordem de 7,4% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2006 e de 5,4% em 2007; dívida pública do governo central equivalente a meros 6% do PIB em meados de 2008<sup>2</sup> – e inferior aos fundos de reserva acumulados em anos anteriores, que ultrapassavam os 13% do PIB;<sup>3</sup> dívida externa governamental desprezível; superávits comerciais superiores a 10% do PIB em 2006 e 2007, com superávits em conta corrente ao redor de 6% do PIB; reservas internacionais de quase US\$ 570 bilhões, em junho de 2008, superiores à dívida externa total do país, de US\$ 534 bilhões, que equivalia a cerca de 35% do PIB.

Apesar disso, a Rússia foi um dos países mais afetados pela crise financeira global de 2008-2009. Em 2009, o PIB do país caiu 7,8%, a maior contração verificada entre as 15 maiores economias do mundo. Como explicar tamanho impacto? Os objetivos deste artigo são revisar o período mais agudo da crise em busca dos mecanismos de transmissão da crise internacional para a economia russa e, a partir destes, avaliar os possíveis fatores de vulnerabilidade do país a uma nova crise financeira internacional, que poderia ser desencadeada, por exemplo, por *defaults* de dívidas soberanas na Zona do Euro.

---

\*Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais (Dinte) do Ipea.

1. As estatísticas apresentadas neste artigo, exceto quando indicado, são provenientes das seguintes fontes: Banco Central da Rússia (BCR), Serviço Federal de Estatísticas da Rússia (Rosstat), Ministério das Finanças da Federação Russa, Instituto para as Economias em Transição do Banco Central da Finlândia (BOFIT), Fundo Monetário Internacional (FMI) e Ceic Data.

2. Em 2002, essa dívida equivalia a 42% do PIB, dos quais cerca de dois terços eram dívida externa.

3. Em 2004 foi criado o Fundo de Estabilização (FE), com a função de poupar parte das receitas fiscais advindas do petróleo para o uso em períodos de baixa da cotação internacional da *commodity*. Em 2008, o fundo foi dividido em Fundo de Reserva (FR), com a mesma função do fundo original e limitado a 10% do PIB, e Fundo Nacional do Bem-estar (FNBE), desenhado para ajudar no financiamento intertemporal do sistema previdenciário, que receberia o que excedesse àquele limite. Em junho de 2008, os dois fundos somavam montante equivalente a US\$ 163 bilhões.

## 2 A MANIFESTAÇÃO DA CRISE GLOBAL NA ECONOMIA RUSSA

Nos dois anos anteriores à crise financeira global – 2006-2007 – a economia russa cresceu a taxas superiores a 8% ao ano (a.a.), com a taxa de desemprego atingindo níveis próximos aos que se costuma considerar como pleno emprego – 5,4% segundo a metodologia da Organização Internacional do Trabalho (OIT) – em maio de 2008. A demanda doméstica foi impulsionada por fatores externos, como os preços ascendentes do petróleo e, especificamente nos dois anos anteriores à crise, os volumosos ingressos de capital. Há vários anos a absorção interna vinha crescendo acima da produção, puxada pelo consumo e, principalmente nos anos anteriores à crise, pela formação bruta de capital fixo (FBCF), que aumentou 16,7% em 2006 e 22,7% no ano seguinte.<sup>4</sup> Contudo, a despeito da crescente contribuição negativa do setor externo para o crescimento do PIB em termos de volume, a evolução favorável dos termos de troca impediu uma deterioração da balança comercial, que continuou altamente superavitária, registrando saldos de US\$ 139 bilhões, em 2006, e de US\$ 131 bilhões, em 2007. Nos três primeiros trimestres de 2008, a balança comercial acumulou saldo de US\$ 155 bilhões, apesar da alta de 42% no valor importado, frente ao mesmo período do ano anterior.

Após atingir o pico de 10% de crescimento no primeiro trimestre de 2008 – em termos anualizados, na comparação com o período imediatamente anterior, livre de influências sazonais – a economia começou a desacelerar, com alta de 4,3% no segundo trimestre e queda de 3,4% no terceiro. Contudo, foi apenas no quarto trimestre que a economia do país foi seriamente afetada pela crise financeira internacional, com uma involução do PIB da ordem de 16% em termos anualizados, patamar que se repetiu no trimestre seguinte (tabela A.1).

A decomposição do PIB pela ótica da demanda, no entanto, revela comportamentos distintos nesses dois trimestres. No último trimestre de 2008, o consumo aumentou, tanto o das famílias como o do governo. E a queda na FBCF, embora substancial, 17% na série com ajuste sazonal, não justificaria tamanho recuo no PIB. De fato, a grande responsável pela freada brusca foi a variação nos estoques, que equivaliu a quase duas vezes a diminuição do PIB em termos de volume.<sup>5</sup> No trimestre seguinte, o ajuste nos estoques prosseguiu; contudo, o consumo passou a contribuir de forma relevante para a contração no PIB. Em ambos os trimestres, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento foi positiva (tabela A.1).

Normalmente, a variação de estoques é um componente pouco expressivo da demanda e do PIB. Na Rússia, porém, os estoques são corriqueiramente mais elevados do que em

4. A recuperação da economia russa, após uma década de depressão, baseou-se, inicialmente, na utilização de recursos antes ociosos e na realocação desses recursos para usos mais produtivos – principalmente da hipertrofiada indústria de bens de produção para o subdesenvolvido setor de serviços. A partir de 2006, o investimento também passou a contribuir de forma mais substancial para a demanda e para a expansão da capacidade de oferta – em 2007 a taxa de investimento chegou a 21,1%. Segundo Aslund (2009, p. 3), cerca de metade do crescimento russo pós-2000 resultou do aumento do estoque de capital e a outra metade do aumento na produtividade total dos fatores.

5. Na tabela A.1, ver coluna Investimento, que inclui a variação de estoques e a FBCF.

economias de nível de desenvolvimento similar, o que parece ser um resquício dos tempos soviéticos, quando os frequentes racionamentos tornavam mais racional para as empresas manter seus ativos na forma de estoques do que em formas mais líquidas.<sup>6</sup> Conforme Tabata (2009, p. 693), da queda de 10,4% do PIB russo no primeiro semestre de 2009, em relação ao mesmo período do ano anterior, 9,1 pontos percentuais (p.p.) seriam explicados pela redução nos estoques, a maior parte deles de insumos e não de bens finais.<sup>7</sup>

A produção industrial sofreu uma forte contração na passagem de outubro para novembro de 2008, 11,6% na série com ajuste sazonal. Os gêneros que sofreram impacto mais imediato foram bens de capital, metalurgia básica e produtos de metal, produtos de minerais não metálicos, borracha e plástico e produtos químicos, cuja produção física, sem considerar os efeitos sazonais, caiu cerca de 30% entre setembro e novembro de 2008. Nos meses seguintes, os segmentos industriais mais voltados ao mercado interno, como o têxtil e o de material de transporte, também passaram a sentir de forma mais intensa o impacto da crise. O ramo de petróleo e derivados, no entanto, sofreu quase nenhum impacto, pelo menos em termos de produção física, o que ajudou a impedir uma queda mais acentuada dos indicadores industriais no período, dado o peso do segmento na matriz industrial do país.

Após manter-se praticamente estagnada entre dezembro de 2008 e maio de 2009, a produção industrial começou a recuperar-se lentamente a partir do mês seguinte, vindo a aproximar-se do pico atingido em fevereiro de 2008 somente em agosto de 2011.<sup>8</sup> Os componentes da demanda também começaram a reagir a partir do segundo semestre de 2009, e o crescimento do PIB voltou ao terreno positivo no terceiro trimestre daquele ano.

Além do impacto sobre a economia real, a crise financeira global manifestou-se na Rússia sob outras formas, como ataques especulativos contra o rublo, ampla desvalorização cambial, derretimento dos índices acionários, contração da liquidez, paralisação do mercado interbancário, dificuldades financeiras por parte de bancos e empresas altamente endividados no curto prazo em moeda estrangeira e um início de crise bancária, rapidamente debelada por medidas tomadas pelo BCR.<sup>9</sup>

6. Este problema não desapareceu com o fim do planejamento centralizado. Ao contrário, a desorganização geral que o sucedeu tem sido apontada como um dos principais motivos da depressão econômica dos anos 1990. Conforme Blanchard e Kremer (1997), a falta recorrente de materiais resultou em perda substancial de horas de trabalho na indústria russa na primeira metade daquela década.

7. À primeira vista, pode parecer um contrassenso que a diminuição dos estoques seja um fator de contração do PIB. Porém, sob a ótica das Contas Nacionais, uma variação negativa nos estoques implica crescimento do PIB abaixo do crescimento da demanda, uma vez que parte do consumo, da FBCF e das exportações líquidas, é atendida por bens produzidos em períodos anteriores. Normalmente, uma baixa acentuada no nível dos inventários conduz a um novo ciclo de formação de estoques em períodos seguintes. Contudo, em momentos de incerteza elevada, os agentes podem preferir manter sua riqueza em formas mais líquidas em vez de recompor estoques. Para Hanson (2009, 2011), que considera o ambiente de negócios na Rússia bastante precário, houve uma grande fuga de capitais do país quando as condições ficaram mais adversas, o que ajuda a explicar a forte queda nos estoques detectada pelas Contas Nacionais. Segundo o autor, a drenagem de recursos teria comprimido o capital de giro das empresas, que se viram, então, forçadas a liquidar estoques para recompor seu caixa.

8. Em setembro de 2009 – um ano após o início da crise – a produção física industrial da Rússia ainda estava 8,4% abaixo da observada no mesmo mês de 2008. Alguns gêneros industriais ainda encontravam-se bastante deprimidos, como os de máquinas e equipamentos, 25,4% abaixo do nível de setembro de 2008; de máquinas e equipamentos elétricos, eletrônicos e óticos, 26,2% abaixo; e de equipamentos de transporte, 44,4%. Em setembro de 2011, a produção de bens de capital ainda se encontrava 18,4% aquém do patamar alcançado três anos antes.

9. Esses aspectos da crise já foram abordados de forma mais aprofundada em Pineli Alves (2011b).

### 3 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA CRISE GLOBAL PARA A ECONOMIA RUSSA

Embora a Rússia tenha sido um dos países mais afetados pela crise financeira global de 2008-2009, a crise não foi gerada internamente. Tratou-se, muito mais, de um efeito contágio do pânico instalado nas principais praças financeiras mundiais por causa das incertezas em relação às perdas incorridas nos mercados de crédito imobiliário *subprime* – diferentemente de 1998, quando inconsistências na política macroeconômica parecem ter sido determinantes para a crise que se abateu sobre o país.<sup>10</sup> Os principais mecanismos de transmissão foram a interrupção súbita dos fluxos de capitais, em virtude da reavaliação de riscos e posterior fuga dos investidores para a qualidade (*flight to quality*); a contração do crédito em âmbito global, que dificultou a rolagem dos empréstimos de curto prazo contraídos por bancos e empresas russas no exterior; e a queda no preço do petróleo, que afetou significativamente as expectativas com relação às contas externas e às finanças públicas do país, além das perspectivas de lucro das empresas do setor.

Os bancos russos praticamente não detinham os chamados “ativos tóxicos” que deram origem ao *débâcle* nos bancos norte-americanos e europeus. Apesar de haver sinais de formação de bolhas de ativos, notadamente no mercado acionário e nos mercados imobiliários das grandes cidades, tal fenômeno não esteve amparado na expansão do crédito interno, diferentemente do ocorrido nos Estados Unidos e em diversos países europeus. O crédito imobiliário ainda era incipiente na Rússia – cerca de 2,4% do PIB ao fim de 2008 – e mesmo o crédito total na economia era baixo em relação aos padrões internacionais – 39,8% do PIB na mesma época. O impulso à elevação nos preços daqueles ativos decorreu principalmente do ingresso de capitais externos<sup>11</sup> – a maior parte deles dívida contratada por bancos e empresas russos –, cujos influxos líquidos totalizaram US\$ 123 bilhões em 2006-2007, após anos de elevada fuga de capitais.<sup>12</sup>

Quando o banco norte-americano Lehman Brothers quebrou, em setembro de 2008, a Rússia era solvente em relação aos compromissos externos – tabela A.2. Suas reservas internacionais somavam US\$ 557 bilhões, contra uma dívida externa total de US\$ 541 bilhões, dos quais apenas US\$ 36 bilhões eram dívida do governo central e das autoridades monetárias. Empresas e bancos do país, todavia, foram bastante afetados pela súbita paralisação de seus veículos tradicionais de financiamento, quais sejam, o crédito bancário externo e o investimento direto, que coincidiram temporalmente com o colapso no preço das *commodities*. Em setembro de 2008, a dívida externa dos bancos totalizava US\$ 198 bilhões, e a das

10. Para maiores detalhes sobre a crise de 1998, ver Pineli Alves (2011b).

11. Nos dois anos anteriores à crise, os preços recordes do petróleo e a liberalização da conta de capital – ocorrida em julho de 2006 – impulsionaram o ingresso de recursos externos no país. Isso aumentou a pressão em favor da valorização do rublo e reforçou a atuação do BCR na compra de divisas, o que gerou novos incentivos à entrada de capitais, por conta do seguro implícito representado pelas volumosas reservas internacionais do país.

12. Os altos preços do petróleo e as baixas taxas de juros internacionais tornaram o endividamento externo atrativo. Os elevados saldos em conta corrente ajudaram a elevar a classificação de risco da Rússia, o que por sua vez alimentou as entradas de capital. Contudo, esses fluxos eram claramente dependentes do preço do petróleo.

demais empresas, US\$ 307 bilhões. A dívida externa total de curto prazo do país montava a US\$ 108 bilhões, a maior parte concentrada em mãos privadas: US\$ 50 bilhões devidos por bancos privados e US\$ 36 bilhões por outras empresas privadas. Conforme Conrad (2009), os pagamentos de juros e principal devidos externamente montavam a US\$ 155 bilhões em 2009 e a US\$ 89 bilhões em 2010. Os problemas de bancos e empresas foram agravados pela forte queda nos preços de suas ações – que apresentam, historicamente, uma grande correlação com as cotações internacionais das *commodities* – que foram dadas como garantia aos empréstimos tomados nos mercados doméstico e externo. A queda no valor das ações precipitou chamadas de margem por parte dos credores, levando diversas empresas a recorrer à venda de ativos em condições adversas de mercado. Dado o risco de ver ativos estratégicos para o desenvolvimento do país pararem em mãos estrangeiras, o Kremlin entrou em ação, oferecendo refinanciamento das dívidas em moeda estrangeira, comprando ações de empresas para evitar novas chamadas de margem, entre outras medidas.<sup>13</sup>

A crise levou o BCR a abandonar sua política de flutuação suja do rublo, que na opinião do FMI consistia em uma taxa de câmbio fixa *de facto* (TABATA, 2009, p. 685). Adotou-se uma política de depreciação gradual do rublo a partir de 11 de novembro de 2008 até 22 de janeiro seguinte, período no qual a moeda desvalorizou-se cerca de 40% em relação ao dólar e 29% frente ao euro. A justificativa dada pelo BCR para a adoção dessa política gradualista foi a necessidade de ajustamento de empresas, bancos e famílias à nova realidade cambial. Na avaliação de Conrad (2009, p. 6), a perda de reservas “talvez tenha sido o preço que as autoridades se dispuseram a pagar para assegurar uma desalavancagem ordenada dos devedores externos privados sem a ocorrência de grandes bancarrotas e evitar corridas bancárias que pudessem levar mais estresse ao setor (...)”.

A forte desvalorização do rublo rememorou um fenômeno comum nos anos 1990: a tendência à dolarização em momentos de crise. Houve uma rápida conversão de depósitos em rublos para depósitos em moeda estrangeira no sistema bancário russo – a participação dos últimos no total atingiu a maior fração desde 1999. Essa fuga do rublo coincidiu com a já citada queima de estoques e também com pagamentos, pelas empresas, de dividendos muito acima dos usuais, superando, em alguns casos, até mesmo os lucros daquele ano (HANSON, 2009), o que configura uma evidência de revigoramento da fuga de capitais, tão comum na década anterior, mas que havia diminuído muito nos anos 2000.

Os investidores estrangeiros não foram os únicos a apostar contra o rublo. Entre os especuladores também estiveram os grandes bancos estatais, que usaram os recursos recebidos do governo para atuarem na estabilização do mercado interbancário para comprar dólares (FIDRMUC; SÜB, 2011).<sup>14</sup> Devido aos pagamentos externos e à aquisição de ativos em moeda estrangeira, a posição líquida dos bancos em moeda estrangeira melhorou significativamente já no fim de 2008. Ao fim do primeiro semestre de 2009, a dívida externa dos

13. Sobre o impacto da crise nas grandes empresas transnacionais russas, assim como as medidas de contraposição à crise adotadas pelo governo do país, ver Pineli Alves (2011a).

14. Conforme Konno (2009 *apud* TABATA, 2009, p. 694), a adição de ativos denominados em moeda estrangeira no portfólio dos bancos entre setembro e dezembro de 2008 equivaleu ao montante de recursos injetados pelo governo russo no setor bancário no mesmo período.

bancos já havia se reduzido para US\$ 145 bilhões e a dívida líquida, que era de US\$ 101 bilhões, converteu-se em uma posição credora de US\$ 4,5 bilhões. A perda de reservas do governo ocorrida entre o fim de 2008 e o início de 2009 foi claramente convertida em melhoria na posição de bancos e empresas.

O crescimento econômico da Rússia nos anos 2000 foi impulsionado pelo preço das *commodities* e, a partir de 2006, também pelos fluxos de capital estrangeiro. De acordo com as estatísticas oficiais, a produção de petróleo e gás, assim como a de outras indústrias extrativas, não deu grande contribuição ao crescimento do PIB, em termos de volume.<sup>15</sup> No entanto, o setor energético exerceu forte efeito sobre o restante da economia, particularmente o setor de serviços, por conta do efeito renda<sup>16</sup> desencadeado pelos ganhos nos termos de troca.<sup>17</sup> Conforme estimativas de Tabata (2009), a renda nacional bruta real cresceu entre 1,3 p.p. e 4,1 p.p. acima do PIB, entre 2003 e 2006, em decorrência desses ganhos, o que conduziu a uma elevação na demanda, principalmente no consumo das famílias, cujo incremento foi parcialmente satisfeito por importações. Portanto, um choque negativo nos termos de troca, como o ocorrido durante os meses mais agudos da crise, já seria razão suficiente para uma redução substancial na demanda.

A contração no preço do petróleo levantou rumores de investidores por conta de seu impacto sobre as finanças públicas<sup>18</sup> e sobre o balanço de pagamentos, alimentando expectativas de que a Rússia passaria a apresentar déficit em conta corrente, exercendo assim pressão sobre o rublo. A partir do último trimestre de 2008, o resultado fiscal se deteriorou fortemente, devido ao efeito dos preços cadentes do petróleo e da recessão sobre a arrecadação, além do aumento nos gastos do governo, no bojo do pacote anticrise adotado. Os déficits fiscais foram financiados, primeiramente, por meio da venda de ativos do FR.<sup>19</sup>

O setor de energia é também extremamente importante para o balanço de pagamentos da Rússia – quase dois terços das exportações são compostos por petróleo e derivados e gás natural. No quarto trimestre de 2008, o saldo comercial do país caiu 54% em relação ao trimestre anterior, de US\$ 53,9 bilhões para US\$ 24,7 bilhões – queda totalmente explicada

15. Segundo estimativas do Banco Mundial (2004), o setor de petróleo e gás respondeu por um quarto do PIB da Rússia em 2000, participação muito superior à apontada pelas estatísticas oficiais do Rosstat, que naquele ano indicavam 7,8%. De acordo com Kuboniwa, Tabata e Ustinova (2005), que calcularam essa participação em 18,5% para 2001, a grande diferença em relação às estatísticas oficiais decorre do fato de que a maior parte do valor adicionado ocorre nos segmentos de transporte e de comércio, e não nos de extração e refino. A principal causa disso é a prática de preços domésticos muito abaixo dos internacionais, que balizam os preços de exportação, num mercado dominado por *holdings* verticalmente integradas – em 2002, por exemplo, os preços de exportação do gás natural foram 11 vezes maiores do que os preços contabilizados pelas firmas produtoras, sendo a diferença considerada como valor adicionado pelo setor comercial. Estimativas mais recentes do Ministério do Desenvolvimento Econômico, citadas por Aslund (2009), calcularam a participação do setor de energia no PIB em torno de 18% em 2007.

16. Conforme Gaddy e Ickes (2010, p. 285), há uma forte correlação entre as receitas das 100 maiores empresas não energéticas do país e a cotação internacional do petróleo.

17. Entre 2003 e 2008, os termos de troca da Rússia tiveram incremento de mais de 120% (CONRAD, 2009).

18. Às cotações prevalecentes nos últimos anos, cerca de 90% de qualquer variação marginal no preço do petróleo, têm efeito direto sobre a arrecadação do Estado russo.

19. Para dar uma ideia da importância do petróleo para o equilíbrio das finanças públicas na Rússia, basta mencionar que o orçamento do governo federal teria apresentado déficit equivalente a 6,4% do PIB em 2008 se não fossem as receitas de *royalties* e os tributos incidentes sobre a cadeia do produto, que fizeram as contas encerrar o ano com superávit de 4,1% (BANCO MUNDIAL, 2009). Em 2009, já sob os efeitos contracionistas da crise econômica sobre as receitas fiscais não relacionadas ao petróleo – que caíram 0,6 p.p. do PIB em relação ao ano anterior – e o aumento dos gastos públicos em decorrência da elevação dos gastos sociais e das políticas contracíclicas adotadas – que fizeram a despesa subir 6,4 p.p. do PIB na mesma base de comparação – o orçamento federal encerrou o ano com déficit equivalente a 5,9% do PIB, o primeiro déficit desde fins dos anos 1990. Contudo, o déficit teria sido muito maior – 13,5% do PIB – se não fossem as receitas advindas do petróleo, que representaram 40% das receitas federais em 2009, mesmo tendo caído 2,9 p.p. do PIB em relação ao ano anterior (BANCO MUNDIAL, 2011a).

pelas exportações de petróleo e derivados e gás natural, que diminuíram em US\$ 29,3 bilhões, apesar de o *quantum* exportado ter permanecido praticamente constante (tabela A.3).<sup>20</sup>

#### 4 EVOLUÇÃO DOS FATORES DE VULNERABILIDADE DA ECONOMIA RUSSA NO PERÍODO 2008-2011

Uma nova crise financeira internacional, embora possa vir a afetar a Rússia por meio dos mesmos mecanismos de transmissão citados na seção anterior, provavelmente será de natureza diferente, relacionada ao colapso da dívida soberana em alguns países europeus. Em que medida essa natureza distinta pode implicar desdobramentos outros para a crise? Em 2008, houve uma fuga dos investidores para ativos considerados seguros, entre os quais estavam ativos denominados em euro. Porém, numa hipotética nova crise, os ativos em euros, ao invés de porto seguro, seriam os próprios alvos da fuga. Isso provavelmente geraria um rebalanceamento global na alocação dos investimentos privados, possivelmente beneficiando os países emergentes. De todo modo, cabe investigar como evoluiu a dependência da economia russa em relação ao crédito externo desde 2008.

A dívida externa total do país, depois de ter diminuído de US\$ 541 bilhões para US\$ 457 bilhões entre setembro de 2008 e junho de 2010, voltou a subir a partir do segundo semestre desse ano, encerrando o terceiro trimestre de 2011 em US\$ 519 bilhões.

As reservas internacionais, todavia, acompanharam de perto esse movimento, atingindo o montante de US\$ 517 bilhões em setembro de 2011 – tabela A.2. A maior parte da redução na dívida total deveu-se ao setor bancário, que diminuiu de US\$ 198 bilhões para US\$ 157 bilhões seu endividamento externo entre os meses de setembro de 2008 e de 2011. Já a dívida externa das empresas não bancárias, após uma pequena redução em 2009, voltou a crescer a partir do segundo trimestre de 2010, de tal modo que se encontra pouco acima daquela de setembro de 2008. No entanto, o mais relevante no que tange à vulnerabilidade a um novo choque nos fluxos de capitais é o tamanho da dívida externa de curto prazo. Tanto os bancos como as demais empresas reduziram de forma substancial sua exposição ao risco de liquidez decorrente do *funding* externo: no caso das empresas não bancárias privadas, a dívida de curto prazo diminuiu de US\$ 36,3 bilhões, em setembro de 2008, para US\$ 18,5 bilhões, em março de 2011 – dado disponível mais recente; no caso dos bancos privados – os mais expostos na crise de 2008, a parcela de curto prazo caiu de US\$ 50,3 bilhões para US\$ 27,3 bilhões.<sup>21</sup>

Outro aspecto relevante no que tange à vulnerabilidade do setor bancário foi a melhoria substancial de sua posição internacional de investimento – tabela 1. O passivo externo líquido do

20. A crise de 1998 também ocorreu após o desabamento do preço do petróleo, em decorrência da crise asiática do ano anterior. No entanto, naquela época a Rússia possuía crônico déficit fiscal e reservas internacionais pouco significativas.

21. A Rússia é credora externa líquida. Em dezembro de 2010 – último dado disponível – os ativos externos do país superavam os passivos em US\$ 15,7 bilhões. Os passivos representados por investimentos de portfólio montavam a US\$ 278,3 bilhões (tabela A.4). Embora configurem mais um fator de vulnerabilidade, esses investimentos têm seus valores fortemente ajustados em momentos de turbulência. Ao longo de 2008, por exemplo, o saldo desses passivos caiu de US\$ 367,5 bilhões para US\$ 112,6 bilhões. Dessa variação, a saída de recursos do país representou apenas US\$ 27,6 bilhões, enquanto a perda de valor de mercado dos investimentos financeiros drenou US\$ 228,6 bilhões daquele saldo.

setor diminuiu de US\$ 129,9 bilhões, em junho de 2008, para US\$ 24,9 bilhões, três anos depois. Os passivos, que em meados de 2008 totalizavam US\$ 245,8 bilhões, dos quais US\$ 136,2 bilhões eram empréstimos, diminuíram para US\$ 226,1 bilhões, dos quais US\$ 102,7 eram empréstimos. Os ativos, por seu turno, aumentaram de US\$ 115,9 bilhões para US\$ 201,2 bilhões, devido a grandes incrementos na carteira de empréstimos, nas disponibilidades e nos investimentos em carteira.

TABELA 1

**Rússia: posição internacional de investimento do setor bancário – 2008-2011**

(Em US\$ bilhão)

	30/6/2008	30/6/2011
Ativos	115,9	201,2
Investimento direto	3,4	7,0
Investimento de portfólio	13,5	32,7
Derivativos financeiros	2,3	3,1
Outros investimentos	96,7	158,3
Moeda e depósitos	46,1	68,2
Empréstimos	46,4	84,7
Outros	4,3	5,4
Passivos	245,8	226,1
Investimento direto	26,1	31,6
Investimento de portfólio	32,4	38,3
Derivativos financeiros	1,3	3,6
Outros investimentos	186,1	152,5
Depósitos	45,9	46,0
Empréstimos	136,2	102,7
Outros	3,9	3,8
Posição internacional de investimento	-130,0	-24,9

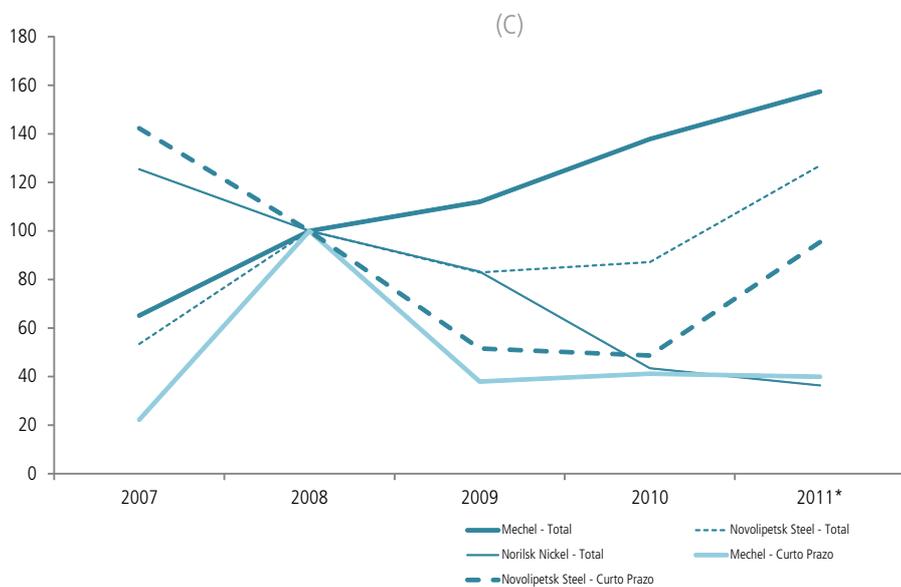
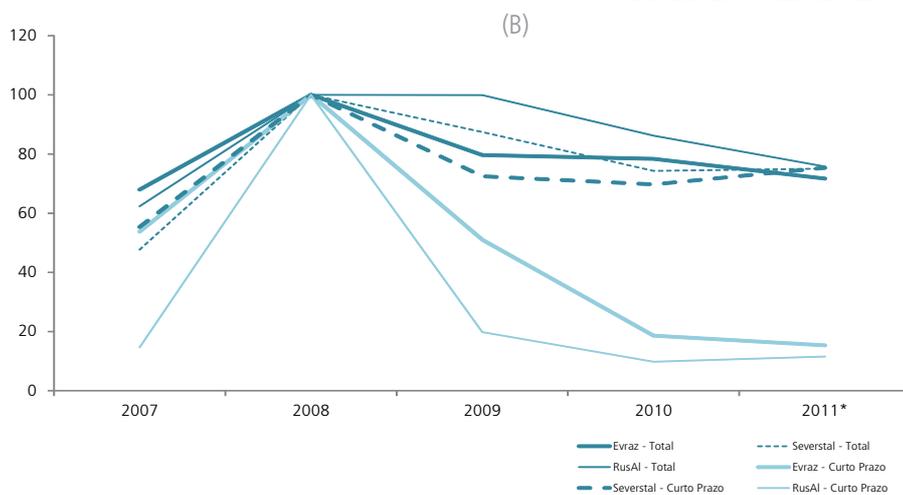
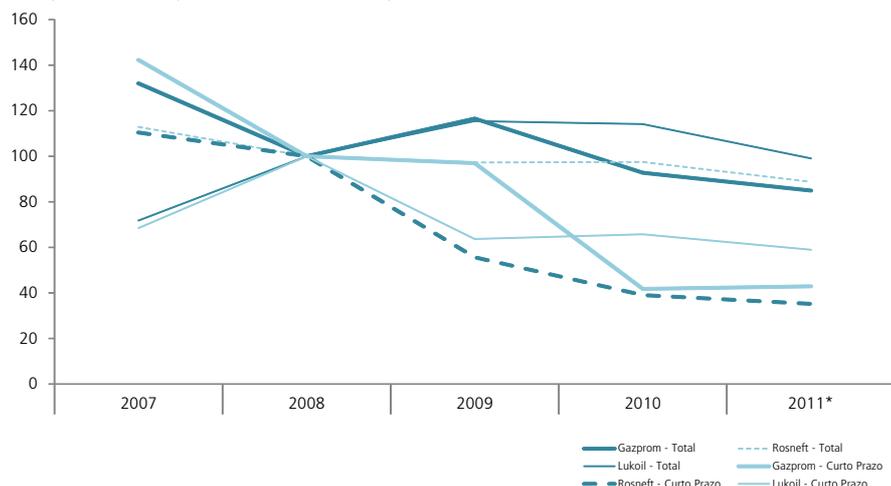
Fonte: BCR.

De um modo geral, o grau de vulnerabilidade das grandes empresas russas a uma contração na liquidez internacional parece ser menor em 2011 do que à época da quebra do Lehman Brothers. As três principais empresas do setor de petróleo e gás – Gazprom, Rosneft e Lukoil – diminuíram, em termos absolutos, suas dívidas totais. Mais importante, contudo, foi a forte redução na dívida de curto prazo, como pode ser observado nos gráficos 1A, 1B e 1C. O mesmo ocorreu com a maior parte das grandes empresas de mineração e metalurgia. As exceções foram a Novolipetsk Steel e a Mechel, que se endividaram bastante após 2008, em grande parte por conta de aquisições feitas no período pós-crise – entretanto, a única que parece estar numa situação de maior fragilidade financeira é a Mechel, pois a Novolipetsk Steel possui nível de endividamento abaixo da média do setor, apesar do crescimento recente.

Em relação ao petróleo, as perspectivas são de preços elevados nos próximos anos, bastante acima da média das últimas três décadas.<sup>22</sup> O cenário de longo prazo da U.S. Energy Information Administration (EIA) prevê preço médio do petróleo em torno de US\$ 105 entre 2011 e 2030 (EIA, 2010). Já a International Energy Agency (IEA) assume preço médio de US\$ 103 em suas projeções de oferta e demanda de médio prazo – até 2016 (IEA, 2011).

22. A hipótese de uma forte desaceleração da economia chinesa tem sido aventada como possível causa de um novo choque na economia mundial (THE WALL STREET JOURNAL, 2011). Obviamente, nesse caso, o impacto sobre a economia russa seria bastante distinto, dada a importância da demanda chinesa para a manutenção dos preços das *commodities* em altos patamares, como verificado nos últimos anos.

GRÁFICO 1 (A)  
**Endividamento de empresas russas – 2007-2011**  
(Em número-índice, valor corrente de 2008 = 100)



Fontes: Bloomberg e balanços das empresas.

Nota: \* Os dados de 2011 referem-se ao mês de setembro, exceto nos casos da Evraz, da Mechel e da Norilsk Nickel, que se referem a junho.

O Banco Mundial, por sua vez, projeta preço médio de US\$ 94 para o petróleo tipo *Urals*, o mais produzido pela Rússia, no período 2012-2015 (BANCO MUNDIAL, 2011b). Conforme cenário traçado pelo Banco Mundial para 2012, que toma como base um preço de US\$ 99 para o petróleo tipo *Urals* e taxa de crescimento do PIB de 3,8%, o resultado fiscal consolidado sai de um déficit de 0,2% do PIB, projetado para 2011, para outro de 1,6%. O saldo em conta corrente, por sua vez, cai de US\$ 67 bilhões para US\$ 21 bilhões (BANCO MUNDIAL, 2011b, p. 16). Contudo, comparando-se o terceiro trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2011 – períodos nos quais o preço do petróleo esteve bastante próximo – nota-se diferença insignificante no saldo comercial do país, assim como no valor de importações e exportações – tabela A.3 – e mesmo o saldo em conta corrente não difere de forma tão expressiva – cai de US\$ 29,5 bilhões para US\$ 23,8 bilhões. A estimativa do Banco Mundial é, portanto, pouco crível, uma vez que somente um surto importador de grandes proporções, decorrente de um grande diferencial de crescimento econômico em relação à média mundial, possibilitaria uma deterioração tão rápida. No caso de uma nova crise global, que pressionasse fortemente o preço do petróleo, o mais provável seria um cenário como o de 2008-2009, quando as importações também se contraíram de forma expressiva por conta da diminuição na demanda, o que colocaria algum limite para a deterioração da balança comercial.

Com relação à solidez do sistema bancário, o Relatório de Estabilidade do Sistema Financeiro da Federação Russa editado pelo FMI em agosto de 2011 afirma que:

Uma resposta de política ampla e decisiva permitiu às autoridades russas manter a estabilidade financeira frente a um grande choque global e a despeito de uma grande contração no produto doméstico. Indicadores de robustez financeira começaram a se recuperar em 2010 e as medidas anticrise foram retiradas. Testes de estresse sugerem que os bancos são capazes de suportar uma série de choques significativos, embora os dados reportados possam superestimar a qualidade dos empréstimos e os níveis de provisões, apesar de ascendentes, continuarem baixos (FMI, 2011, p. 1).

As melhores condições de *funding*, por conta do aumento nos depósitos pessoais e de empresas, permitiram aos bancos usarem seu excesso de caixa para pagar, antes do vencimento, os empréstimos sem garantias recebidos do BCR, dando fim a este programa anticrise no fim de 2010. Na mesma época, foram canceladas as garantias concedidas pelo BCR a empréstimos interbancários e, meses antes, foram retiradas as regras mais flexíveis para a classificação de risco de novos empréstimos (FMI, 2011) – medidas essas também adotadas por conta da crise de liquidez de 2008.

Por conta da recapitalização pós-crise, feita tanto com recursos públicos como por meio do mercado de capitais, a adequação de capital do sistema, em termos agregados, atingiu 18,1% em 2010 – contra 15,5% em 2007 –, muito acima do mínimo prudencial de 10% exigido pelo BCR e maior do que o encontrado em grande parte dos países. No mesmo período, a relação entre ativos líquidos e obrigações de curto prazo aumentou de 0,73 para

0,94 e a relação entre recursos captados junto a clientes e empréstimos concedidos subiu de 0,95 para 1,1 (FMI, 2011).<sup>23</sup>

O teste de estresse realizado pelo BCR em abril de 2011, com dados do fim de 2010, revelou que 321 bancos – cerca de um terço do total, responsáveis por 51% dos ativos do sistema – podem vir a ter problemas caso ocorra uma crise financeira similar à de 2008<sup>24</sup> ficando com capital abaixo do nível mínimo de 10% das obrigações ajustadas pelo risco exigido pela autoridade regulatória. O setor como um todo perderia pouco mais da metade de seu capital, algo equivalente a 5,2% do PIB. Os maiores problemas seriam causados pela deterioração da carteira de crédito, com perdas avaliadas em cerca de 24,2% do capital dos bancos. Problemas de liquidez, desencadeados, sobretudo, por uma fuga de depositantes, consumiriam 13,8% do capital dos bancos. Outros 12,7% do capital seriam eliminados por riscos de mercado, dos quais cerca de dois terços seriam decorrentes de marcação a mercado de títulos de renda fixa (risco de taxa de juros) e um terço de renda variável – cabe salientar, contudo, que a exposição dos bancos russos à dívida soberana europeia é mínima (FMI, 2011). O risco cambial revelou-se desprezível, dado que as posições ativas e passivas em moeda estrangeira dos bancos mostram-se bastante equilibradas (BCR, 2011).<sup>25</sup>

A grande participação dos bancos estatais no mercado é um fator que aumenta a margem de manobra para intervenções rápidas e eficazes em momentos críticos. Conforme Barisitz *et al.* (2010, p. 63), comparando-se os sistemas bancários de alguns dos países da Comunidade dos Estados Independentes (CEI), aqueles dominados por bancos estatais, como os da Rússia e de Belarus, saíram-se melhor durante a crise do que os dominados por bancos privados de capital doméstico ou estrangeiro, como os do Cazaquistão e da Ucrânia, respectivamente. Os custos de recapitalização dos primeiros ficaram entre 3% e 5% do PIB, enquanto dos últimos giraram entre 8% e 12% do PIB.<sup>26</sup> Com o fechamento de alguns bancos e a incorporação de outros desde 2008, a participação estatal no setor aumentou. Em julho de 2011, os cinco maiores bancos russos – todos controlados direta ou indiretamente pelo Estado – detinham 49% dos ativos, 50,3% do capital, 50,7% dos empréstimos e 57,4% dos depósitos pessoais do sistema bancário.<sup>27</sup>

23. Os dois primeiros indicadores são muito melhores do que os encontrados no Brasil, na China, na Polônia e no Reino Unido. O primeiro também supera bastante os da Alemanha e da França. Contudo, a relação depósitos bancários/PIB ainda está muito abaixo da encontrada em economias desenvolvidas e mesmo em países em desenvolvimento como o Brasil, aproximando-se mais da de outros países ex-socialistas, como a Polônia, a Sérvia e a Ucrânia (FMI, 2011).

24. O teste examinou a adequação do capital dos bancos a uma situação na qual seus depósitos cairiam entre 10% e 20%, o mercado de crédito interbancário contraísse 30%, o índice de ações caísse 50%, e o rublo sofresse depreciação de 20% – hipóteses que emularam proximamente os eventos da crise de 2008 (BOFIT, 2012).

25. Em 2010, os recursos obtidos no exterior respondiam por apenas 6,1% das obrigações dos bancos russos – nos bancos controlados por estrangeiros, essa participação era de 16,1%, nos grandes privados nacionais e nos estatais, aproximadamente 4% e nos pequenos e médios era insignificante (BCR, 2011).

26. Para uma comparação, o custo da reestruturação do sistema bancário privado no Brasil na década de 1990, por meio do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) foi estimado em cerca de 2,7% do PIB (MAIA, 2003), enquanto o saneamento dos bancos públicos estaduais, por meio do Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária (Proes), teve um custo duas vezes superior (SALVIANO JUNIOR, 2004). Conforme Honohan e Klingebiel (2000), a crise bancária brasileira de 1994-1996 teria tido um custo fiscal da ordem de 13,2% do PIB. Segundo os autores, as crises bancárias ocorridas nos países do sudeste asiático na segunda metade dos anos 1990 tiveram custo fiscal substancialmente maior: 16,4% do PIB na Malásia, 26,5% na Coreia do Sul, 32,8% na Tailândia e 50% na Indonésia.

27. Não deixa de ser irônico que, ao comentar o aumento da participação estatal no setor bancário, um relatório distribuído pelo Deutsche Bank a seus clientes lamenta que “exista o risco de que as autoridades aprendam que estabilizar a economia durante uma crise é mais fácil quando se tem bancos estatais” (CONRAD, 2009, p. 15).

Em suma, embora a economia russa não tenha cortado sua relação umbilical com os mercados de *commodities*, de um modo geral, seu grau de vulnerabilidade a uma nova onda de pânico nos mercados financeiros internacionais parece ter se reduzido em relação ao quadro de 2008, principalmente por conta da redução nas dívidas de curto prazo e da melhoria do nível de solvência do sistema bancário.

#### REFERÊNCIAS

- ASLUND, A. **The Russian economy: more than just energy?** Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2009.
- BANCO MUNDIAL (Escritório na Rússia). **Russian Economic Report, n. 7.** Moscow: World Bank, 2004.
- \_\_\_\_\_. **Russian Economic Report, n. 20:** from rebound to recovery? Moscow: World Bank, 2009.
- \_\_\_\_\_. **Russian Economic Report, n. 24:** sustaining reforms under the oil windfall. Moscow: World Bank, 2011a.
- \_\_\_\_\_. **Russian Economic Report, n. 26:** growing risks. Moscow: World Bank, 2011b.
- BARISITZ, S. *et al.* Crisis response policies in Russia, Ukraine, Kazakhstan and Belarus: stock-taking and comparative assessment. **Focus on European Economic Integration**, v. Q4/10, 2010.
- BCR – Banco Central da Rússia. **Banking supervision report 2010.** Moscow: Bank of Russia, 2011.
- BLANCHARD, O.; KREMER, M. Disorganization. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 112, n. 4, p. 1.091-1.126, 1997.
- BOFIT – Banco Central da Finlândia. **BOFIT weekly yearbook 2011.** Helsinki: Bank of Finland, 2012.
- CONRAD, J. **Russia in the financial crisis and beyond.** Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2009.
- EIA – U.S. Energy Information Administration. **Annual energy outlook 2011.** Washington, D.C.: U.S. Department of Energy, 2010.
- FIDRMUC, J.; SÜB, P. The outbreak of the Russian banking crisis. **AUCO Czech Economic Review**, n. 5, p. 46-63, 2011.
- FMI – Fundo Monetário Internacional. **Russian Federation: financial system stability report.** Washington, D.C.: IMF, 2011 (IMF Country Report, n. 11/291).
- GADDY, C.; ICKES, B. Russia after the global financial crisis. **Eurasian Geography and Economics**, v. 51, n. 3, p. 281-311, 2010.
- HANSON, P. **Russia to 2020.** Rome: Finmeccanica Research Department, 2009.
- \_\_\_\_\_. Russia: crisis, exit and ... reform? **Journal of Communist Studies and Transition Politics**, v. 27, n. 3-4, p. 456-475, 2011.
- HONOHAN, P.; KLINGEBIEL, D. **Controlling the fiscal costs of banking crises.** Washington, D.C.: World Bank, 2000 (Policy Research Working Paper, n. 2.441).

IEA – International Energy Agency. **Medium-term oil and gas markets 2011**. Paris: OECD; IEA, 2011.

KONNO, Y. **Comparing Russia's financial crises of 2008-2009 with 1998**: from balance sheets of the CBR, banking sector, and enterprises. Paper presented at the 41st National Convention of the American Association for the Advancement of Slavic Studies, Boston, 2009.

KUBONIWA, M.; TABATA, S.; USTINOVA, N. How large is the oil and gas sector of Russia? A research report. **Eurasian Geography and Economics**, v. 46, n. 1, p. 68-76, 2005.

MAIA, G. **Reestruturação bancária no Brasil**: o caso do Proer. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003 (Nota Técnica, n. 38).

PINELI ALVES, A. **Ameaça ou oportunidade? Desdobramentos da crise financeira global para as empresas transnacionais russas**. Brasília: Ipea, 2011a (Comunicado do Ipea, n. 99).

\_\_\_\_\_. O sistema bancário da Rússia entre duas crises. In: PINELI ALVES, A. (Org.). **Uma longa transição**: vinte anos de transformações na Rússia. Brasília: Ipea, 2011b.

SALVIANO JÚNIOR, C. **Bancos estaduais**: dos problemas crônicos ao Proes. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

TABATA, S. The impact of global financial crisis on the mechanism of economic growth in Russia. **Eurasian Geography and Economics**, v. 50, n. 6, p. 682-698, 2009.

THE WALL STREET JOURNAL. **China's hard landing**. 3 Dec. 2011. Disponível em: <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203833104577071901186892744.html>> Acessado em: 10 jan. 2012.

## ANEXO

TABELA A.1

## Rússia: Contas Nacionais – 2001-2011

(Variação percentual anual ou trimestral anualizada em relação ao trimestre anterior)

Trimestre/ano	PIB	Consumo das famílias	Consumo do governo	Investimento <sup>1</sup>	FBCF	Exportações	Importações
2001	5,1	9,5	-0,8	16,7	10,2	4,2	18,7
2002	4,7	8,5	2,6	-2,6	2,8	10,3	14,6
2003	7,3	7,7	2,4	14,3	13,9	12,6	17,3
2004	7,2	12,5	2,1	12,2	12,6	11,8	23,3
2005	6,4	12,2	1,4	9,5	10,6	6,5	16,6
2006	8,2	12,2	2,3	17,7	18,0	7,3	21,3
2007	8,5	14,3	2,7	22,0	21,0	6,3	26,2
2008	5,3	10,6	3,4	10,5	10,6	0,6	14,8
2009	-7,8	-4,8	0,2	-41,0	-14,4	-4,7	-30,4
2010	4,0	3,0	1,4	28,4	6,1	7,1	25,6
1T/2008	10,0	9,6	4,8	27,6	17,4	-0,2	17,6
2T/2008	4,3	8,9	6,2	29,1	7,8	-1,9	31,6
3T/2008	-3,4	10,0	1,2	-11,7	-8,3	-1,3	15,6
4T/2008	-16,0	3,7	1,6	-61,7	-17,1	-32,4	-53,7
1T/2009	-16,3	-20,7	-4,2	-83,7	-19,2	0,1	-71,1
2T/2009	-5,8	-11,4	2,3	-2,3	-19,9	11,4	10,2
3T/2009	6,7	3,8	0,0	52,4	-0,7	13,5	22,0
4T/2009	5,5	5,7	5,3	13,3	-4,5	2,6	23,7
1T/2010	6,3	3,1	1,8	4,7	15,7	42,8	21,1
2T/2010	2,2	3,4	0,4	71,0	7,1	-23,0	31,5
3T/2010	-0,1	4,5	-1,8	27,2	0,4	2,9	29,5
4T/2010	9,4	4,6	-0,2	33,6	13,5	6,7	25,2
1T/2011	4,0	8,0	2,0	26,9	-6,2	7,0	19,5
2T/2011	0,7	6,7	2,0	6,3	7,8	0,4	23,9

Fonte: Ceic Data. Cálculos do autor.

Nota: <sup>1</sup>Inclui variação de estoques e FBCF.

Obs.: A ROSSTAT não divulga a variação do PIB e de seus componentes em relação ao trimestre imediatamente anterior. Porém, a agência divulga o PIB e seus componentes em valores constantes com ajuste sazonal, o que permite calcular, pelo menos de forma aproximada, as variações em relação aos trimestres imediatamente anteriores. Para facilitar a comparação com os dados anuais, de modo a refletir as mudanças nas tendências, as variações trimestrais são apresentadas nesta tabela em termos anualizados.

TABELA A.2  
**Rússia: reservas internacionais e dívida externa – 2007-2011**  
(Em US\$ bilhão)

	Dez./ 2007	Mar./ 2008	Jun./ 2008	Set./ 2008	Dez./ 2008	Mar./ 2009	Jun./ 2009	Set./ 2009	Dez./ 2009	Mar./ 2010	Jun./ 2010	Set./ 2010	Dez./ 2010	Mar./ 2011	Jun./ 2011	Set./ 2011
Reservas internacionais	478,8	512,6	569,0	556,8	426,3	383,8	412,5	413,4	439,5	447,4	461,2	490,1	479,4	502,5	524,5	516,8
Dívida externa – total	463,9	483,0	534,5	540,8	480,5	446,4	466,0	473,9	467,2	463,4	457,4	476,6	488,9	509,6	538,6	519,4
Dívida externa – governo e autoridades monetárias	39,3	39,4	38,0	35,9	32,2	29,9	34,0	43,4	45,9	43,5	47,4	47,1	46,6	47,8	47,9	45,3
Dívida externa – bancos	163,7	171,4	192,8	197,9	166,3	146,4	141,7	135,9	127,2	129,0	122,1	140,0	144,2	149,1	159,0	157,0
Dívida externa – não bancos	261,0	272,2	303,7	307,0	282,0	270,1	290,4	294,7	294,1	290,8	287,9	289,6	298,2	312,7	331,7	317,0
Dívida externa de curto prazo – total	99,7	96,2	103,6	108,3	73,6	60,0	57,4	49,4	52,7	52,3	54,7	64,7	60,2	62,3	-	-
Dívida externa de curto prazo – bancos públicos	11,4	11,2	11,9	13,2	9,4	7,7	7,5	6,3	6,3	7,9	9,8	15,4	12,2	11,7	-	-
Dívida externa de curto prazo – empresas públicas	55,0	16,0	3,8	3,6	2,0	2,6	878,0	602,0	676,0	860,0	972,0	1,0	619,0	737,0	-	-
Dívida externa de curto prazo – bancos privados	42,3	44,6	48,6	50,3	33,4	25,9	22,4	18,0	20,9	21,6	20,6	25,3	27,0	27,3	-	-
Dívida externa de curto prazo – empresas privadas	42,3	36,2	34,4	36,3	24,4	19,8	21,1	19,7	18,5	18,0	19,0	18,7	16,7	18,5	-	-

Fonte: BCR. Elaboração do autor.

TABELA A.3  
**Rússia: exportações de petróleo, derivados e gás natural – 2008-2011**

	1T/2008	2T/2008	3T/2008	4T/2008	1T/2009	2T/2009	3T/2009	4T/2009	1T/2010	2T/2010	3T/2010	4T/2010	1T/2011	2T/2011
Petróleo – valor	38,62	47,08	47,73	27,71	17,86	22,88	28,40	31,45	31,39	34,06	33,47	36,87	39,91	48,62
Petróleo – preço	79	95	100	57	37	46	58	62	64	68	66	72	84	97
Petróleo – volume	103	104	100	103	102	105	103	106	102	106	107	107	99	105
Derivados de petróleo – valor	17,63	20,74	26,21	15,31	9,17	9,58	13,82	15,56	16,98	17,91	16,24	19,34	20,40	23,59
Derivados de petróleo – preço	75	87	100	61	35	40	52	57	63	64	62	65	77	92
Derivados de petróleo – volume	89	91	100	95	99	91	101	103	103	106	99	114	101	97
Gás natural – valor	17,95	17,23	16,17	17,76	7,81	9,55	10,53	14,08	13,57	9,82	9,35	15,00	16,55	15,84
Gás natural – preço	76	88	100	99	78	65	57	60	68	65	68	70	73	84
Gás natural – volume	147	122	100	111	62	91	115	145	124	94	86	133	141	117
Hidrocarbonetos – valor	74,20	85,05	90,11	60,79	34,85	42,01	52,76	61,09	61,95	61,80	59,06	71,20	76,86	88,05
Exportações totais	110,13	126,67	136,77	98,04	57,27	68,11	82,45	95,56	92,24	97,69	97,62	112,88	114,24	135,18
Importações totais	60,22	75,44	82,90	73,30	38,48	43,93	49,05	60,34	45,71	58,17	68,41	76,46	64,88	82,28
Balança comercial	49,91	51,23	53,87	24,73	18,78	24,18	33,40	35,22	46,53	39,52	29,21	36,42	49,36	52,90
Hidrocarbonetos/exportações totais	67	67	66	62	61	62	64	64	67	63	61	63	67	65
Hidrocarbonetos/importações totais	123	113	109	83	91	96	108	101	136	106	86	93	118	107
Hidrocarbonetos/balança comercial	149	166	167	246	186	174	158	173	133	156	202	195	156	166

Fonte: BCR. Elaboração do autor.

TABELA A.4

**Rússia: posição internacional de investimento – 2007-2010**

(Em US\$ bilhão)

	2007	2008	2009	2010
Ativos	1.092,2	1.010,7	1.089,5	1.173,2
Investimento direto	370,1	205,5	302,5	369,1
Investimento de portfólio	19,9	24,2	38,1	37,3
Derivativos financeiros	1,4	5,3	2,2	1,6
Outros investimentos	222,0	349,4	307,2	285,8
Empréstimos	93,4	139,8	127,9	136,3
Moeda e depósitos	67,5	135,6	123,6	96,4
Outros	61,1	74,0	55,7	53,1
Ativos de reservas (internacionais)	478,8	426,3	439,5	479,4
Passivos	1.242,8	755,9	986,1	1.157,5
Investimento direto	491,1	215,8	378,8	493,4
Investimento de portfólio	367,5	112,6	217,3	278,3
Derivativos financeiros	0,9	10,4	5,2	2,8
Outros investimentos	383,3	417,2	384,7	383,0
Empréstimos	334,5	373,8	335,6	325,1
Moeda e depósitos	42,6	35,7	33,4	43,0
Outros	6,2	7,8	15,7	14,9
Posição internacional de investimento	-150,6	254,8	103,4	15,7

Fonte: BCR.

