

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DENISE DA SILVA MOTA CARVALHO

CRISE FINANCEIRA DE 2008 E AS RESPOSTAS BRASILEIRAS:
UMA ABORDAGEM KEYNESIANA

CURITIBA
2014

DENISE DA SILVA MOTA CARVALHO

CRISE FINANCEIRA DE 2008 E AS RESPOSTAS BRASILEIRAS:
UMA ABORDAGEM KEYNESIANA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA
2014

TERMO DE APROVAÇÃO

DENISE DA SILVA MOTA

**CRISE FINANCEIRA DE 2008 E AS RESPOSTAS BRASILEIRAS:
UMA ABORDAGEM KEYNESIANA**

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof. José Guilherme
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof. Rodrigo Kremer
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 09 de Dezembro de 2014.

Dedico à memória de minha mãe
Maria de Fátima Mota
Pelo incentivo e carinho
Sempre sentirei saudades

RESUMO

Em 2008 inicia-se uma crise financeira mundial sem precedentes. No Brasil a crise foi sentida de forma moderada devido a várias ações do governo. A peculiaridade do caso Brasileiro se encontra no mix de políticas monetárias e fiscais utilizadas, mas principalmente no uso dos bancos públicos como instrumentos contra cíclicos. Ainda que a política monetária, no início da crise, tenha sido pró-cíclica, as políticas fiscal e de financiamento através dos bancos públicos mais do que compensou a política monetária.

Palavras-chave: Instabilidade Financeira. Incertezas. Preferência pela Liquidez. Fronteiras de Endividamento. Política Monetária e Fiscal.

ABSTRACT

In 2008 starts a global financial crisis unprecedented . In Brazil, the crisis was felt moderately due to various government actions. The peculiarity of the Brazilian case is in the mix of monetary and fiscal policies used , but mainly in the use of public banks as countercyclical instruments . Although monetary policy at the beginning of the crisis , has been procyclical , fiscal policy and funding through public banks more than offset the monetary policy

Key Words: Uncertainties. Preference for Liquidity. Frontieras of Indebtedness. Monetary Policy and Fiscal.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. A FRAGILIDADE FINANCEIRA NA VISÃO KEYNESIANA.....	3
2.1. A VISÃO DE KEYNES SOBRE CRISE FINANCEIRA	4
2.1.1. O Princípio da Demanda Efetiva	4
2.1.2. A questão da expectativa e da incerteza.....	6
2.1. 3. O papel da moeda na teoria Keynesiana	7
2.1. 4. A preferência pela liquidez	9
2.2. A ECONOMIA CAPITALISTA FINANCEIRA DE MINSKY	12
2.2.1 A hipótese de instabilidade financeira (HIF).....	13
2.2.2. Fronteiras de endividamento: Hedge, Especulativo e Ponzi	14
2.2. 3. A Política Econômica de Keynes e Minsky em um ambiente de crise.	16
3. O IMPACTO DA CRISE DE 2008 SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO	18
3.1. Reflexos da crise no Brasil.....	20
3.2. A política econômica brasileira frente à crise de 2008	24
3.2.1. A Política Monetária do Banco Central.....	26
3.2.2. A Política Fiscal Brasileira	28
3.2.3. A importância dos Bancos Públicos Brasileiros.....	34
CONCLUSÃO	37
REFERÊNCIAS.....	38

1. INTRODUÇÃO

No início da crise financeira mundial em 2008 houve um retorno aos pensamentos Keynesianos sobre a atuação do estado nas políticas econômicas. Alguns economistas chegaram a denominar o auge da crise de momento Minsky.

No Brasil a crise foi sentida de forma moderada devido a várias ações do governo. A peculiaridade do caso Brasileiro se encontra no mix de políticas monetárias e fiscais utilizadas, mas principalmente no uso dos bancos públicos como instrumentos contra cíclicos. Ainda que a política monetária, no início da crise, tenha sido pró-cíclica, a política fiscal de financiamento e crédito mais do que compensou a política monetária.

O objetivo deste trabalho é analisar as ações do governo brasileiro em termos de reação das políticas fiscal e monetária desde o acirramento da crise no último trimestre de 2008 e durante os anos de 2009 e 2010 na utilização dos principais bancos públicos como ferramentas de financiamento e recuperação de crédito na economia.

Para tal discutiremos os principais fatores determinantes da instabilidade financeira na teoria de Keynes e posteriormente analisados por Minsky. Que papel desempenha o setor financeiro no desenvolvimento de uma crise econômica. Quais instrumentos de política econômica os governos podem dispor diante de um cenário de instabilidade na visão destes autores.

O texto encontra-se estruturado em quatro seções, contando com a introdução. A seção 2 discute o conceito de instabilidade financeira baseado nos fundamentos keynesianos de Princípio da Demanda Efetiva, incertezas, crises e o papel da moeda, como também a economia capitalista financeira de Minsky através

da determinação do investimento, a fronteira de endividamento das instituições financeiras e a dinâmica macroeconômica frente a um ambiente de crise.

A seção 3 aborda inicialmente os efeitos da crise nas economias mundiais em especial nos países emergentes, trazendo a discussão para a economia brasileira. Em seguida analisa brevemente o contexto da economia nacional nos meses que antecederam a crise e a evolução da mesma em face da instabilidade neste período. Tomando por base os principais elementos que condicionaram a política monetária e a política fiscal no último trimestre de 2008 e durante os anos de 2009 e 2010.

Por fim, a 4ª seção aponta as principais conclusões do trabalho.

2. A FRAGILIDADE FINANCEIRA NA VISÃO KEYNESIANA

A crise financeira mundial em 2008 trouxe a tona a discussão sobre os pensamentos Keynesianos referente à atuação do estado nas políticas econômicas. Alguns economistas chegaram a denominar o auge da crise de momento Minsky.

Neste capítulo retomamos a visão teórica desses autores. Pretende-se discutir que fatores são determinantes da instabilidade financeira na teoria de Keynes e posteriormente discutido por Minsky. Que papel desempenha o setor financeiro no desenvolvimento de uma crise econômica. Quais instrumentos de política econômica os governos podem dispor diante de um cenário de instabilidade na visão destes autores.

Dessa forma faz-se necessário uma análise da teoria desenvolvida pelo próprio Keynes em seu livro Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda lançado em 1936, tomando como base as principais variáveis que envolvem o sistema financeiro, segundo o autor, tais como: princípio da demanda efetiva, investimento sob perspectiva de expectativas e incertezas e o papel da moeda na visão de Keynes.

Para melhor compreensão dos mecanismos que regem o sistema financeiro, discutiremos também a teoria desenvolvida por Hyman P. Minsky a partir da segunda metade da década de 1950. Faremos uma abordagem das variáveis que envolvem o sistema de financiamento, segundo o autor, as fronteiras de endividamento Hedge, Especulative e Ponzi e por fim a dinâmica macroeconômica de Minsky e Keynes em um ambiente de crise.

2.1. A VISÃO DE KEYNES SOBRE CRISE FINANCEIRA

A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda de 1936, escrita por John Maynard Keynes, em especial nos capítulos 3 e 12, argumenta que o sistema privado tende a um nível de emprego abaixo do pleno emprego e em momentos de crise, quando possui mercados muito organizados, aumenta sua preferência pela liquidez.

Isso ocorre porque uma crise financeira acompanhada de uma depressão é decorrente do colapso da eficiência marginal do capital, ou seja, uma queda no estado de confiança dos agentes econômicos que influencia a formação das expectativas de longo prazo fundamental para determinação de investimentos.

Keynes (1936) descreve que a decisão de investir depende da taxa de retorno que se espera obter pelo dinheiro investido. Quando o retorno esperado é superior à taxa de juros, há estímulos para investimentos. A decisão de investimento tem caráter de irreversibilidade e na maioria dos casos são decisões de longo prazo.

2.1.1. O Princípio da Demanda Efetiva

Na Teoria Geral, Keynes sintetiza, precisamente no capítulo 3, “O Princípio Da Demanda Efetiva”, o qual é determinado pela disposição e capacidade de gastar dinheiro por parte das unidades aquisitivas e se mede pelas vendas que as unidades produtivas podem realizar. O princípio da demanda efetiva atenta para o fato de que entre o vendedor e o comprador existe uma assimetria de informação. O comprador sabe quanto irá despender em suas compras. Já o vendedor não tem uma noção exata de quanto irá vender, ele tem apenas estimação.

Para Keynes o que de fato determina os níveis de emprego é a demanda efetiva.

“Assim, o volume de emprego é determinado pelo ponto de interseção da função demanda agregada e da função da oferta agregada, pois é neste ponto que as expectativas de lucro dos empresários serão maximizadas. Chamaremos *demanda efetiva* o valor de D no ponto de interseção da demanda agregada com o da oferta agregada.” (Keynes, 1936, p.38)

Se os salários forem cortados e os trabalhadores demitidos, as pessoas consomem menos e a demanda por bens e serviços cai. Com a queda da demanda os empresários relutam em investir, o que leva a novos cortes de salários ou demissões. Do mesmo modo os consumidores comuns poupam mais e gastam menos. Reprimindo a demanda ainda mais. Esse dilema foi chamado por Keynes de “paradoxo de parcimônia”. A frugalidade, pregada como virtude do consumidor individual, se for generalizada, provoca queda nas vendas, ocasionando uma capacidade produtiva ociosa e queda nos investimentos.

A retração da demanda se torna um ciclo automático, com a economia entrando em “equilíbrio de subemprego”. Esta situação faz com que os trabalhadores continuem desempregados e fábricas fechem.

Com a demanda menor que a oferta de bens, as empresas são forçadas a baixar os preços para vender suas mercadorias. Essa deflação dos preços reduz ainda mais os lucros e os fluxos de caixa.

Keynes percebeu que todo esse processo é conduzido mais pelo instinto dos agentes do que pela razão. Numa crise, o chamado “espírito animal do capitalismo” diminui. O espírito empreendedor declina e morre. (KEYNES, 1936, p. 161)

2.1.2. A questão da expectativa e da incerteza

As decisões da atividade econômica dependem das expectativas dos agentes que podem ser de curto ou de longo prazo e estas determinam o volume de emprego oferecido pelas empresas.

“O estado da expectativa a longo prazo, que serve de base para as nossas decisões, não depende portanto exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também da confiança com a qual fazemos este prognóstico....Se esperarmos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças possam ocorrer, nosso grau de confiança será, então, fraco.. O estado de confiança é relevante pelo fato de ser um dos principais fatores que determinam a demanda de investimento.” (Keynes 1936, p. 110)

Contudo, uma mudança nas expectativas só irá alterar o emprego depois de um lapso de tempo, devido ao período de adaptação do processo produtivo à nova realidade. Desta forma, o volume de emprego estável proveniente de expectativas duradouras constitui o emprego no longo prazo. Se as expectativas duradouras se modificam o volume de emprego também mudará.

As expectativas também determinam o nível de investimento na economia. O investimento é uma variável importante e ao mesmo tempo problemática, pois está sujeito a mudanças repentinas, uma vez que depende das esperanças dos empreendedores sobre o futuro dos negócios num horizonte de longo prazo e também de variáveis como a renda e taxa de juros.

Desse modo, se a esperança sobre o futuro da economia é alta e existe pouca incerteza, os empresários são incentivados a investir em máquinas, equipamentos e a contratarem trabalhadores. E estes, com a certeza da carteira assinada, são incentivados a consumir, alimentando assim um ciclo virtuoso para o sistema econômico como um todo. O problema surge quando o grau de incerteza, inerente a qualquer economia, é elevado o suficiente tanto para inibir novos investimentos quanto para reduzir o consumo das famílias.

2.1. 3. O papel da moeda na teoria Keynesiana

Para Keynes a moeda não é apenas um instrumento de troca a ponto de não afetar, de modo significativo, outras variáveis econômicas, como taxa de juros e o nível de emprego, teoria defendida pela versão clássica. A moeda assume, também, a função de reserva de valor, mantida não apenas para fins transacionais, mas também para atender as oportunidades de especulação. Serve como um elo fundamental das decisões capitalistas que, são tomadas sob incerteza e inevitavelmente demora algum tempo para produzir os resultados esperados.

A moeda é endógena, ou seja, a oferta monetária é uma função da demanda por moeda ou meios de pagamento. “A Moeda é criada endogenamente à medida que ativos são produzidos e financiados, também é endogenamente destruída à medida que posições são liquidadas”. Desta forma, a moeda não é um componente neutro das variáveis econômicas.

A função de demanda da moeda construída por Keynes é constituída por dois componentes distintos. O primeiro, englobando os motivos transação e precaução, varia proporcionalmente à renda monetária. O segundo, derivado do motivo especulação, varia inversamente com a taxa de juros.

Os motivos transacionais são para atendimento de despesas ordinárias e certas e estão relacionados com motivo renda e giro de negócios. Quanto à renda trata-se da necessidade de conservar recursos líquidos para garantir a transição entre recebimentos e desembolsos. Quanto ao giro de negócios, a moeda retida pelas empresas garante o pagamento que se efetuam no intervalo entre compras de insumos e remuneração de fatores. Os motivos relacionados à precaução decorrem da necessidade de fazer frente às despesas extraordinárias e incertas. Motivos que levam os agentes a se precaverem quanto às contingências inesperadas.

O motivo relacionado à especulação varia inversamente às expectativas sobre o comportamento futuro da taxa de juros. Os agentes econômicos retém

ativos monetários ociosos esperando que as taxas de juros mudem alterando os preços dos títulos. (KEYNES, 1936, p. 197)

“As três divisões... na preferência pela liquidez podem ser definidas pelos motivos que as governam: (i) o motivo transação, isto é a necessidade de moeda para as operações correntes de troca pessoais e comerciais; (ii) o motivo precaução, ou seja, o desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais; e (iii) o motivo especulação, isto é , o propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado to que trará o futuro.” (Keynes, 1936, p. 125).

A função demanda por moeda pode ser escrita da seguinte forma:

$$M = M1 + M2 = L1 (Y) + L2 (r)$$

Onde M é a demanda total de moeda, M1 é a demanda por moeda pelos motivos transação e precaução, M2 pelo motivo especulação, L1 a função de liquidez com relação à renda (Y) e L2 a função de liquidez com relação à taxa de juros (r). A relação entre M e r, se dá quando o aumento da demanda por moeda pelo aumento da renda será em parte absorvido pela demanda transacional (M1) e outra parte será destinada à compra de títulos, aumentando a demanda por títulos e baixando a taxa de juros (r), portanto aumentando a quantidade de moeda para especulação, dada que a relação entre demanda especulativa e taxa de juros é negativa. A baixa taxa de juros fará aumentar a renda (Y) através do aumento dos investimentos, que será absorvida por M1 e M2. (KEYNES, 1936: 199-200)

Desta forma, a relação entre a demanda por moeda para o motivo especulação (M2) e a taxa de juros (r) é a incerteza nas variações da taxa de juros, levando em conta não apenas a taxa de juros em seu nível absoluto, mas sim o grau de divergência quanto a um nível considerado seguro. Uma queda em r está associada a um aumento de M2, por dois motivos, o primeiro é que se r baixa relativamente a um nível considerado seguro (que permanece constante) aumentam os riscos de liquidez; e o segundo, é que cada baixa de r reduz os lucros provenientes do prêmio pela iliquidez (KEYNES, 1936, p. 201).

A linha de raciocínio seguida por Keynes está fundamentada nessa relação entre os preços de mercado dos títulos de renda fixa e as correspondentes taxas de juros auferidas por seus detentores.

Admitindo a hipótese de que os agentes econômicos manteriam seus excedentes de renda em relação as suas necessidades de consumo (isto é, poupanças) sob a forma de ativos monetários ou de títulos adquiridos no mercado financeiro, Keynes observou que, quando os preços dos títulos estavam altos e as taxas de juros baixas, os agentes econômicos revelavam de uma forma geral, forte propensão a manter aqueles excedentes sob a forma de ativos monetários, na expectativa de que os preços caíssem e ensejassem se adquiridos quando então se encontrassem em queda, maiores ganhos especulativos.

Por outro lado, estando baixos os preços dos títulos e altas as taxas de juros, a manutenção de saldos monetários para fins especulativos tendia a se reduzir. Isso ocorreria dada a preferência estabelecida por aplicações em títulos, na expectativa de que seus preços se elevassem, ensejando maiores ganhos se vendidos quando então se encontrassem em alta.

A demanda por moeda, portanto, é afetada pelas expectativas sobre o comportamento da taxa de juros. Ao mesmo tempo em que o nível de emprego e, conseqüentemente, outras variáveis do setor real da economia são influenciados pelas variações no setor monetário.

2.1. 4. A preferência pela liquidez

Para Keynes, o montante de demanda de moeda retida para transações não se altera com a elevação da taxa de juros. Entretanto taxa de juros elevada, ou seja, prêmio mais alto para abandonar a liquidez, é o sintoma de maior preferência pela liquidez monetária derivado por especulações.

No extremo oposto da função, estabelece-se a armadilha da liquidez, em segmento perfeitamente elástico em relação à taxa de juros, onde os que possuem ativos monetários são unânimes quanto à expectativa de que a taxa de juros já se encontra tão baixa que não seria possível baixá-la ainda mais. Nesta circunstância, aguardam sua elevação.

Randall Wray, em seu trabalho, “Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach, 1990. (pp. 16-20 e pp. 162-170), define ativo líquido como sendo de curto prazo e que pode ser rapidamente convertido em meio de troca, isto é, ativo monetário, com pequena perda de valor.

Segundo Wray, o montante de liquidez pode ser medido pelo prêmio requerido para induzir alguém a trocar certo ativo líquido por outro ativo com menos liquidez. Um crescimento na preferência pela liquidez implica no aumento deste prêmio.

A definição de preferência pela liquidez dada por Wray, já definida anteriormente por Keynes, é a do desejo de trocar itens ilíquidos dos balanços por itens mais líquidos.

Para Keynes, há uma dicotomia em relação à demanda por moeda e preferência pela liquidez. Um acréscimo na preferência pela liquidez pode até ser associado com queda na demanda por moeda e, conseqüentemente, na oferta de moeda. A demanda por moeda, nesse caso, está relacionada com a demanda por *finance* para gasto de investimento.

Em síntese, é o setor das famílias que poupa, e o setor empresarial que investe. Sendo assim, o endividamento líquido do setor empresarial é financiado pela riqueza do setor das famílias.

Quando o investimento é condicionado pela poupança, um baixo nível desse investimento pelas firmas, dado que há uma poupança excessiva por parte das famílias; ocorrerá uma queda na renda até que o agregado das decisões de poupança seja compatível com o agregado das decisões de investimento. Wray chama esse dilema de “paradoxo de poupança”, pois em contrapartida, a poupança não cresce pelo simples fato dos agentes quererem poupar mais. Todavia, com a

decisão de maior investimento, amplia-se a renda e, conseqüentemente, a poupança. (Wray, 2003, p.102)

Keynes destaca que a demanda por moeda é “muito distinta da demanda por encaixes ativos que surgirá como um resultado da atividade de investimento enquanto está em andamento”. Reafirma então a necessidade de destacar tal motivo e o formula em termos da demanda por moeda de um empresário que toma a decisão de investimento. (KEYNES, 1936, p.246).

O que está em jogo em tal decisão, entretanto, não é se esse serviço de fornecimento de moeda em antecipação será provido por novas emissões de mercado ou pelos bancos, e sim se este terá impacto na demanda por moeda.

A função de meio de pagamento diferido, no mercado de crédito, é tão importante quanto à função de segurança que oferece, em mundo de incerteza. Quando se concentra somente sobre a preferência pela liquidez, só se enfoca a função da moeda como instituição defensiva.

A decisão de portfólio dos bancos (compra de ativos) vai além do conceder crédito ou não. Isto porque não existem somente ativos rentáveis e somente ativos líquidos, todos os ativos possuem rentabilidade e liquidez em algum grau. De acordo com as suas preferências, os bancos decidem em que quantidade fazer suas aplicações em letras de câmbio e investimentos. Onde encontrar algum grau de liquidez, porém pouca rentabilidade, e, também se adiantamentos a clientes são os mais rentáveis ou não. Em ambiente de crise, a concessão de crédito é muito arriscada com relação ao retorno do capital. Desta forma a procura por liquidez se torna mais plausível.

2.2. A ECONOMIA CAPITALISTA FINANCEIRA DE MINSKY

Seguindo uma perspectiva Keynesiana, Minsky (1986), associa a instabilidade econômica como resultado de um sistema financeiro frágil.

Através de evidências empíricas sobre as crises financeiras desde a grande depressão de 1929, Minsky (1986), chama a atenção para o fato de que os resultados positivos alcançados pelo sistema econômico durante as décadas de 1950 e 1960 foram substituídos por um período de extrema turbulência no cenário econômico internacional nos anos 1970 e 1980. Contudo esses períodos de recessão são curtos e não se constituíram numa depressão mais severa como aconteceu em 1929. O argumento de Minsky é que se criou um aparato para solucionar ou amenizar o impacto das crises, através do papel do governo com políticas fiscais e monetárias.

“As financial instability is a important aspecto of business cycles of history, a that explains the financial instability will enable us to understand why our economy is intermittently unstable” Minsky (1992; p.11)

A crise é um fenômeno natural da economia capitalista, é endógena, decorre da instabilidade do próprio funcionamento do sistema. O resultado do que conteve a recessão para não se transformar em depressão foi a combinação do papel do papel do governo e o papel do banco central.

O investimento, na visão de Minsky, é uma variável importante para explicar o ciclo econômico, porque flutua mais do que o consumo. Contudo, a questão fundamental é como se financia o investimento. Não é o lucro acumulado da empresa que vai viabilizar o investimento. A opção primordial é o endividamento. Como as instituições financeiras vão conceder esse empréstimo?

Na análise de Minsky (1986), a economia capitalista moderna, conta com uma estrutura financeira composta por um sistema bancário desenvolvido e existência de mercados organizados de ações. Proporcionando suporte às empresas que oferecem crédito de curto prazo necessário ao período inicial de produção, dando

condições das mesmas consolidar essas obrigações de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo.

Para Minsky (1986), as empresas podem financiar a aquisição de bens de capital de três maneiras: utilizando dinheiro em caixa e ativos de boa liquidez; fundos internos (ou lucros brutos após pagamento de taxas e dividendos); e fundos externos (empréstimos bancários ou emissões de ações).

2.2.1 A hipótese de instabilidade financeira (HIF)

Para o autor, uma economia capitalista que apresente um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução (“economia de Wall Street”) alterna períodos de comportamento estável com períodos turbulentos e caóticos; estes tipos de comportamento são endógenos à economia capitalista, porque decorrem da busca dos interesses próprios de cada agente, e podem ser gerados mesmo a partir de situações estáveis os períodos caóticos podem assumir a forma de inflações e bolhas especulativas interativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas.

Conforme os períodos de turbulência se estabelecem, vão adquirindo movimento próprio; entretanto tal comportamento em, algum momento, tenderá a ser revertido, seja por restrições colocadas por instituições financeiras, por intervenções de política que afetem a estrutura institucional ou até mesmo por propriedades de auto-organização dos mercados; conduzindo a economia a um novo regime de estabilidade, o que pode acontecer em um momento de baixo nível de atividade econômica.

Contudo a busca do interesse próprio por parte dos agentes gerará um novo ciclo expansivo, surgindo uma nova onda especulativa. Depois de algum tempo, novos regimes de expansões inconsistentes surgirão, sucedendo em desastrosas contrações.

Minsky desenvolve a hipótese da instabilidade financeira (HIF) a partir de uma interpretação da Teoria Geral de Keynes. A HIF diz respeito da possibilidade das unidades econômicas saírem de uma posição financeira segura e estável para uma situação instável, ocasionando queda no preço dos ativos, insolvências bancárias e profundas recessões.

“The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system.”
Minsky (1992; p.48)

2.2.2. Fronteiras de endividamento: Hedge, Especulativa e Ponzi

Para explicar sua teoria da hipótese de instabilidade financeira, Minsky (1986, p.286) classifica a estrutura dos componentes financeiros em três unidades: Hedge, Speculative e Ponzi.

A primeira unidade seria Hedge Finance, ou posição mais conservadora, que são unidades cujo fluxo de renda esperada é mais do que suficiente para honrar os compromissos financeiros, tanto no presente momento quanto no futuro. Estas unidades são capazes, portanto, de honrar o pagamento do principal (amortizações) e os serviços da dívida (juros).

As unidades Speculative Finance são aquelas em que os fluxos de renda são superiores apenas para pagar os serviços da dívida (juros) e precisam de refinanciamento para cumprir com o pagamento do principal da dívida (amortizações).

E por fim nas unidades Ponzi Finance o fluxo de renda esperada é inferior a sua necessidade para honrar os compromissos financeiros. Essas unidades são

incapazes de cumprir o pagamento dos serviços da dívida. Apresentam, portanto, necessidade de refinanciamento para cumprir tanto o pagamento do principal quanto dos serviços da dívida contraída.

De acordo com Minsky (1986, p 292) existem mecanismos internos ao funcionamento de um sistema Hedge que tende a levá-lo a se tornar um sistema Speculative ou Ponzi. Os bancos em um sistema econômico tendem a ter uma postura especulativa, devido à principal função de transformador de maturidade e capacidade de se financiar através de outros bancos e autoridades monetárias. No entanto, seus empréstimos são baseados em margens de segurança (ativos líquidos e ilíquidos) e os banqueiros só estarão dispostos a emprestar caso tenham boas perspectivas do retorno dos seus empréstimos. O valor atribuído à liquidez é reduzido quando se tem um sistema Hedge, devido à taxa de juros baixa. O estado de confiança neste caso é otimista, e faz com que aumente o incentivo a investimento, favorecendo a estrutura de endividamento.

Para Minsky (1986) um aumento dos fluxos de rentabilidade da empresa ou quase rendas, afeta tanto o balanço patrimonial da empresa como também o nível de preço dos ativos de capital. Um aumento dos fundos internos, portanto, afeta positivamente o investimento das empresas aumentando a vontade de se financiar externamente. Dessa maneira, quando prevalecem expectativas otimistas, por parte das empresas não financeiras e sistema financeiro, com relação às taxas de retorno dos investimentos, ocorrerá um bom desempenho da economia. Desempenho este, que vai se traduzir em um período de tranqüilidade financeira e prosperidade econômica.

No entanto, quando existe um clima de otimismo na economia, há uma tendência maior de endividamento por parte das empresas não financeiras as quais buscam atitudes mais arriscadas do sistema financeiro que concede mais empréstimos diminuindo, assim, a sua margem de segurança.

Ao longo do período de prosperidade econômica, onde os empresários de uma maneira geral têm expectativas de ótimos negócios, aumentam-se as empresas de posturas especulativas e ponzi em detrimento as de comportamento hedge. O

que torna essas empresas bem mais vulneráveis a qualquer mudança de conduta por parte do mercado financeiro. Qualquer aumento da taxa de juros fragiliza o sistema econômico e provoca a crise financeira, ocasionando em inflações, bolhas especulativas, deflações de débitos etc.

2.2. 3. A Política Econômica de Keynes e Minsky em um ambiente de crise.

A proposta de Keynes (1936), para conduzir a economia mediante um cenário de instabilidade, é estabelecer uma ligação consistente entre o papel da moeda e dos juros nas decisões de produção. As relações entre o investimento, consumo, poupança e renda nacional podem gerar um ciclo recessivo devido uma crise de confiança dos empresários em relação ao futuro da economia.

O caminho para amenizar os impactos da crise se dá quando os governos conseguem mudar o estado de confiança dos agentes econômicos. O Estado deve ter uma posição ativa, utilizando tanto instrumentos fiscais quanto monetários para trazer a economia de vales de recessão para uma trajetória ascendente. Se o gasto privado se reduz e, portanto, não garante o pleno emprego, o governo precisa de uma política fiscal ativa, que contrabalanceie a redução dos gastos privados.

Para Minsky (1986), a crise está associada a uma mudança radical na percepção de risco dos devedores de uma economia. Para sair da crise, faz-se necessário a atuação do banco central como emprestador de última instância. É preciso também ocorrer uma troca de crédito privado por público, abrindo espaço para as instituições financeiras recomponem suas operações e lucratividade.

O governo deve regular o mercado financeiro de modo a impedir que instituições financeiras se arrisquem muito e fiquem alavancadas em período de prosperidade. Minsky defende a política fiscal contra a deflação de ativos. Um déficit fiscal teria três efeitos: *efeito multiplicador*, *efeito de fluxo de caixa*, onde os déficits manteriam lucros para as empresas; e um *efeito de portfólio* ajudando a estabilizar o mercado.

A saída da crise seria aumentando o gasto público. Minsky introduz a atenção ao lado do passivo ou do financiamento, pois aponta que, nesse momento, haverá uma forte preferência dos poupadores por aplicar em títulos governamentais. Ou seja, o gasto público surge, não apenas como fonte para suprir e substituir o gasto não realizado pelas empresas e famílias. É também uma forma de aumentar a dívida pública e assim permite aos rentistas, que fogem da concessão de crédito ao setor privado (na posição *ponzi*), e preferem a segurança dos bônus governamentais.

Minsky vai além de Keynes e diz que não basta o Estado agir apenas durante a crise: ele precisa fazê-lo em larga escala. Dessa forma introduz seu conceito mais conhecido – do *Big Government*. O governo deve ser grande o suficiente para que consiga estabilizar a economia em caso de mudanças na demanda agregada, algo que um governo “pequeno” não conseguiria fazer. Para fundamentar tal raciocínio, Minsky constata que foram praticadas políticas fiscais expansionistas nas últimas décadas e assim as crises não se converteram em outra Grande Depressão. Quando a economia parece ir para uma depressão profunda, o governo faz déficits que sustentaram os lucros das empresas e a renda da economia.

A peculiaridade da Economia Brasileira trouxe a tona os ideais Keynesianos mais no sentido fiscal do que o lado da política monetária. A maioria das economias mundiais seguiu a cartilha de Keynes no que tange o lado monetário da economia, diminuindo as taxas de juros como instrumento contra cíclico. Entretanto no Brasil o que se pode notar e que será discutido durante a próxima seção, é que foram as políticas fiscais de financiamento e crédito através dos bancos públicos que fizeram a diferença no combate a crise. A ideia do *Big Government* e do banco central como prestador de última instância, de Minsky, foi utilizado no governo brasileiro através da autonomia concedida pelo banco central para os bancos públicos na concessão de financiamentos e crédito em diversos setores da economia.

3. O IMPACTO DA CRISE DE 2008 SOBRE O SISTEMA FINANCEIRO

A crise de confiança de 2008 começou com a quebra do Lehman Brothers, o terceiro maior banco de investimento do mercado nos Estados Unidos da América na época, conforme publicado na Agência REUTERS, 6 de outubro de 2008, 15:57 ET; (*Lehman CEO Fuld: Where Was Our Bailout?*,) gerando uma crise sem precedentes no mercado financeiro global. Como o mercado de capitais vive basicamente de confiança, este evento abalou os alicerces da economia e de seu lado real.

O investidor aplica seus recursos em ativos financeiros para obter ou exigir uma determinada taxa de retorno a qual é formada por duas partes : a primeira é a taxa de retorno sem risco, como o retorno dos títulos do Governo, por exemplo e a segunda, o prêmio de risco por estar aplicando em algo que pode significar a médio e longo prazo o risco de se ter algum prejuízo.

Com a queda do Banco Lehman Brothers, a possibilidade dos investidores terem prejuízos fez com que eles exigissem um maior prêmio de risco, descontando o valor dos preços dos ativos. Em setores e ativos cujos retornos são projetados para períodos mais longos, os descontos serão muito maiores nos preços a vista dos ativos para se ajustarem a nova realidade de risco.

Após a crise global de 2008, ocorreu um represamento da liquidez no sistema econômico. A confiança caiu em todo o sistema bancário, Assim, os detentores de poupança, ou superavitários, tenderam a liquidez e procuraram menores riscos. Desta forma o sistema bancário teve um encolhimento brutal de crédito que contribuiu para que as taxas e os prêmios de risco flutuassem ao sabor dos setores e agentes com maior liquidez.

Como foi abordado na seção anterior, sabemos que em momentos de crise como este, as flutuações dos preços dos ativos varia de acordo com as mudanças de percepção de riscos destes agentes. Daí decorre a alta volatilidade de preços e cotações nos mercados financeiros nas economias mundiais naquele momento, pois

a qualquer mudança na percepção de risco haverá a volatilidade de mercado, movimentos de apreciação e depreciação nos preços dos ativos. Um agente tendendo a agir à frente do outro e impulsionando ou deprimindo os preços em alta velocidade.

Desta forma, a ação dos diversos governos mundiais, através de seus Bancos Centrais foi de suma importância naquele momento. Foi possível executar políticas monetárias para expandir crédito e criar moeda nos bancos comerciais fazendo com que estes pudessem intermediar melhor e a um custo de captação mais baixo, mediando esta relação entre os detentores da liquidez e os agentes econômicos deficitários. Além disso, as quedas nas taxas básicas de juros em diversas economias ajudaram também a fazer com que os detentores de liquidez assumissem maiores riscos, uma vez que a remuneração dos títulos do governo torna-se menos atraente.

Os governos também optaram por políticas fiscais, importante para fomentar alguns setores da economia através de redução de impostos, por exemplo.

Veremos na próxima seção, trazendo a discussão para a economia brasileira que esta cartilha de política monetária não surgiu um efeito tão esperado. A singularidade da economia brasileira favoreceu, em maior medida, a política fiscal.

Os países emergentes também foram contagiados pela mediante vários canais de transmissão. O primeiro está associado aos fatores globais, como mudanças nos preços internacionais de commodities, dado que o Brasil é um grande exportador de tais bens. Outro é queda no produto internacional, com subsequente diminuição na demanda por nossas exportações. Ou ainda, redução nas taxas de juros nas economias centrais, tornando os mercados emergentes sempre atrativos em operações de curto prazo do tipo *carry trade*, sempre que é manifestada alguma euforia típica de mercados financeiros.

3.1. REFLEXOS DA CRISE NO BRASIL

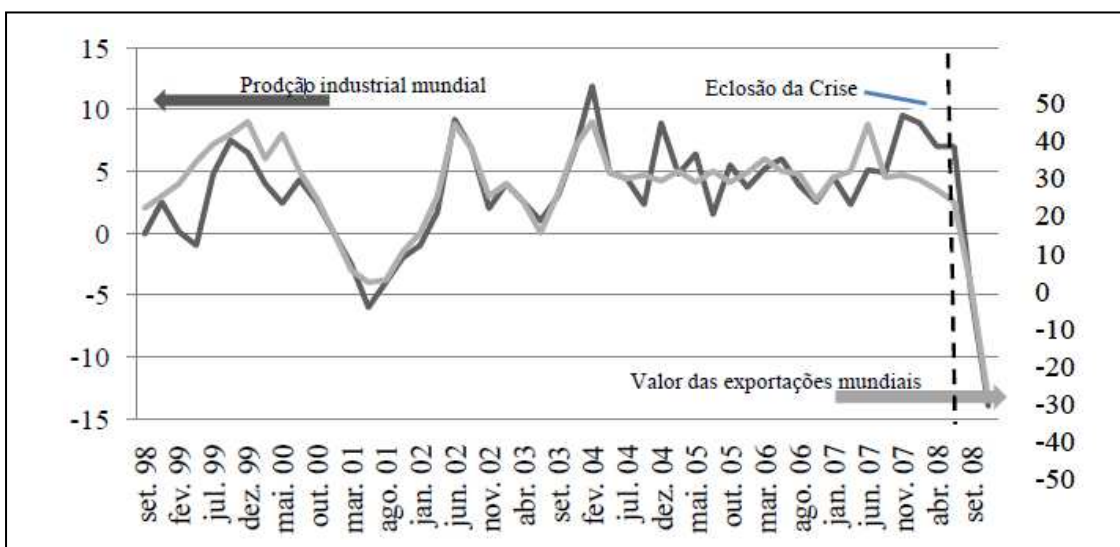
O Brasil não esteve imune a crise, entretanto o impacto sobre a economia foi de certa forma moderado. Isso só foi possível devido a uma série de medidas adotadas pelo governo no sentido de aumentar a liquidez garantindo o financiamento para diversos setores da economia através dos bancos públicos e garantindo o crédito tanto para pessoas físicas e privadas. Para análise dos reflexos da crise faremos uma breve discussão sobre o contexto macroeconômico brasileiro no período que antecedeu a crise.

A contextualização que aqui se pretende efetuar tem como ponto de partida o ano de 2003 até o início da crise em 2008. Na dimensão macroeconômica o governo procurou dar prosseguimento ao regime de metas de inflação e a intensificação do ajuste fiscal. Os programas sociais foram ampliados, dando reforço ao mercado interno com a inserção de milhões de brasileiros ao consumo. Internacionalizou grandes empresas nacionais, alicerçou o crescimento da economia.

Entre 2003 e 2008 a balança comercial obteve superávits expressivos devido ao crescimento das exportações mundiais. A economia Internacional estava em período de bonança com ascensão das economias emergentes como China e Índia aumentando a demanda no mercado de alimentos e commodities minerais, setores em que o Brasil conta com ampla vantagem competitiva.

O gráfico 1 mostra o contexto internacional em que o mercado exportador brasileiro se encontrava na década compreendida entre o período de setembro de 1998 e setembro de 2008.

Gráfico 1- Crescimento das exportações e da produção industrial mundial – 1998 a 2008 (variação percentual – média trimestral)



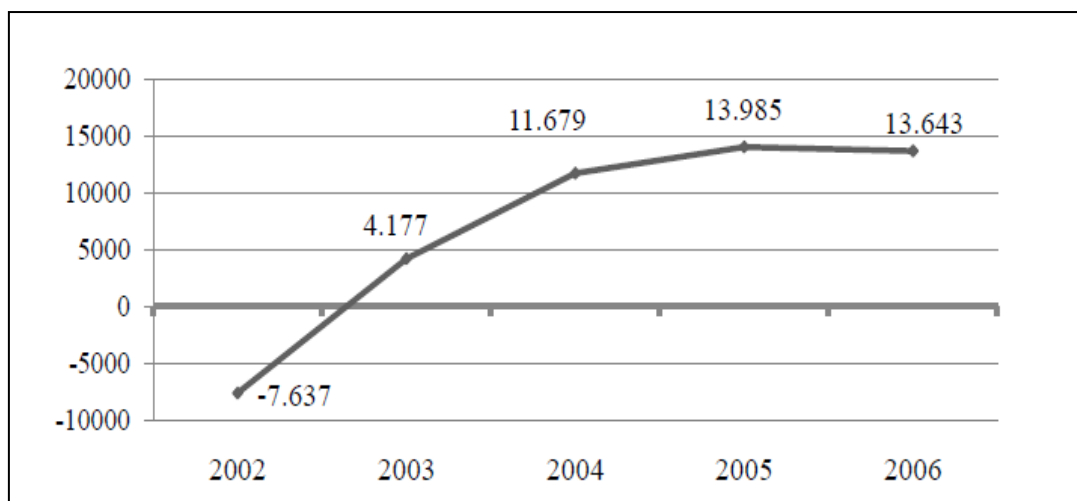
Fonte: Fundo Monetário Internacional.

O volume das exportações passou de US\$ 60,3 bilhões em 2002, para US\$ 137,8 bilhões em 2006, apresentando um crescimento de 128%. A balança comercial teve crescimento de US\$13,1 bilhões para US\$ 46,4 bilhões no período. (LEITE JUNIOR, 2009, p. 90).

A composição da pauta exportadora do Brasil nos anos de 1998 a 2008 não sofreu grandes alterações. Segundo Torres Filho e Puga (2009, p. 76) a mudança mais expressiva se deu no aumento da participação dos produtos intensivos em recursos naturais. Para os autores esse aumento se deve ao desempenho do setor de petróleo e gás que tiveram aumento em investimento para exploração e produção.

O balanço de transições correntes do Brasil apresentou resultados positivos impulsionado pelos investimentos externos diretos e a melhoria do comércio internacional. O gráfico 2 demonstra esses resultados.

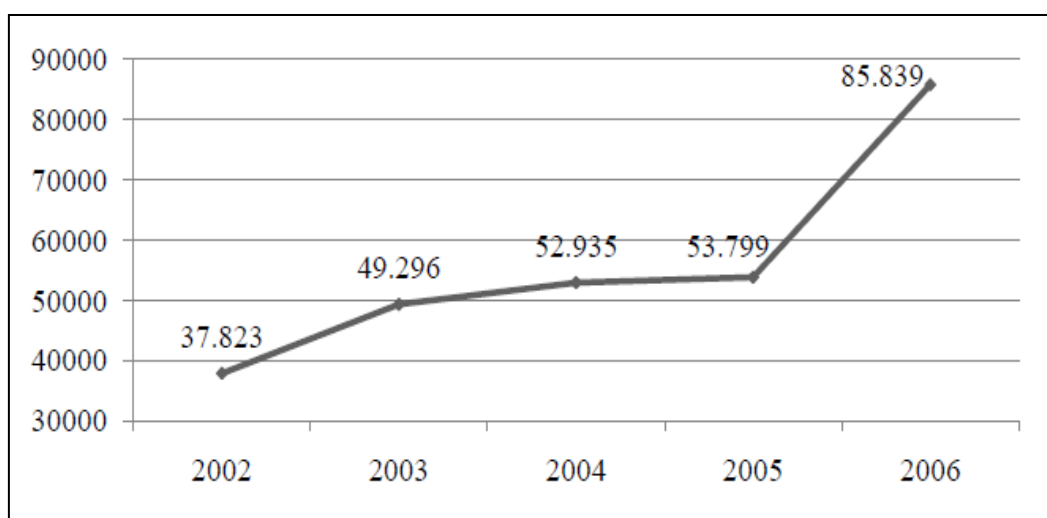
Gráfico 2. Resultado do Balanço em transações correntes – 2002 a 2006 (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

As reservas em moeda estrangeira apresentaram expressiva alta no período de 2002 a 2006 com elevação entre 2005 e 2006, chegando a pouco mais de US\$ 85 bilhões, conforme apresenta o gráfico 3. A queda no valor do dólar e o acúmulo de reservas possibilitaram a redução do volume da dívida externa

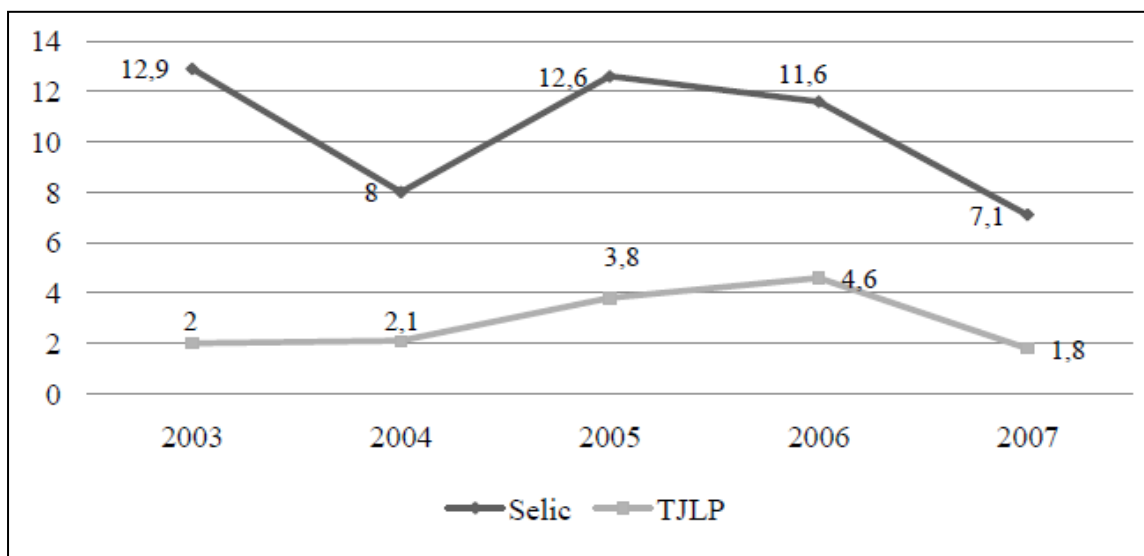
Gráfico 3. Reservas em moeda estrangeira - 2002 a 2006 (US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

A queda da inflação no período de 2003 a 2008 possibilitou reduzir a taxa básica de juros e impulsionar o volume de crédito na economia. O gráfico 4 apresenta a variação da taxa Selic e a Taxa de Juros de Longo Prazo neste período.

Gráfico 4. Taxa Selic e inflação - IPCA (em % ao ano) – 2003 a 2007



Fonte: IBGE e Banco Central

Outra grande contribuição para o crescimento do mercado interno foi a unificação dos programas sociais incluindo mais agentes consumidores na economia. A queda na taxa de juros estimulou o crédito junto às pessoas de baixa renda. Houve também o aumento do índice de emprego com carteira assinada. Esses diversos fatores, em conjunto, proporcionaram a estabilidade macroeconômica tornando o país um pouco menos dependente da demanda internacional, o que foi muito importante durante o acirramento da crise.

3.2. A POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA FRENTE À CRISE DE 2008

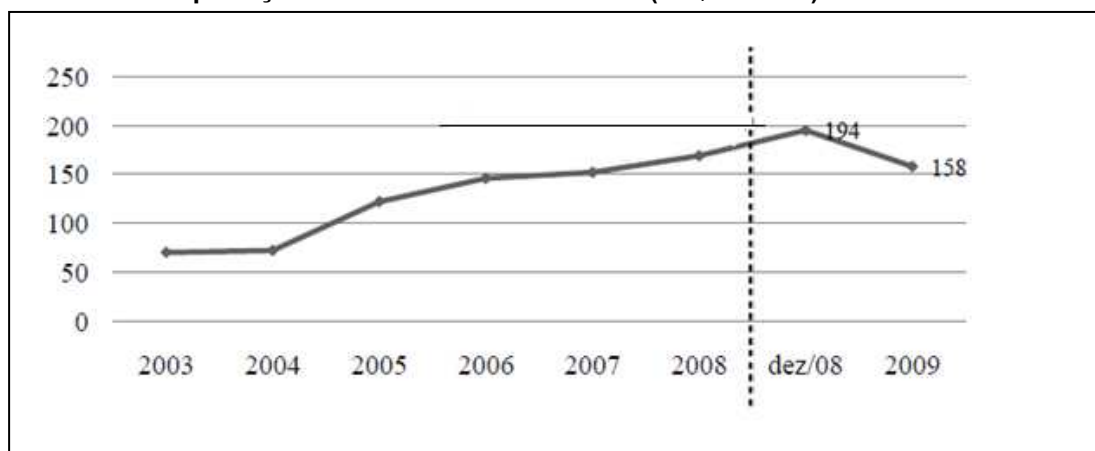
A crise econômica de 2008 afetou o Brasil num período de boas configurações econômicas e foi sentida de forma moderada. O país tinha elevadas reservas internacionais, constantes superávits primários e uma meta de inflação. Tal respaldo em termos macroeconômicos possibilitou ao governo a utilização de um mix de políticas monetárias e fiscais, principalmente no uso dos bancos públicos como instrumentos contra cíclicos. Ainda que a política monetária no início da crise tenha sido pró cíclica, as políticas fiscais de financiamento e crédito mais do que compensaram a política monetária.

Com início durante o segundo semestre de 2008, os efeitos da crise sobre a economia brasileira, neste primeiro momento, se deram em virtude da deficiência da demanda efetiva enfrentada pelo mercado externo. A dificuldade de contração de crédito afetou o comércio internacional o que prejudicou as exportações do país, diminuindo a demanda e interrompendo o ciclo de crescimento.

Com a redução da demanda internacional caíram os preços e volumes comercializados trazendo prejuízos em diversos setores, principalmente o de *commodities*, alimentos e petróleo. Com isso, cerca de 30% do parque industrial nacional foi afetado. Em decorrência da verticalização da produção industrial, 20% sentiram os efeitos de forma indireta em virtude da queda na demanda por insumos para produtos exportados.

O gráfico 5 ilustra a interrupção do crescimento das exportações brasileiras, abrangendo o ciclo de alta desde 2003 até a interrupção causada pela crise.

Gráfico 5. Exportações Brasileiras – 2003 a 2009 (US\$ bilhões)



Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior

A crise financeira, como foi analisada na sessão 2 concernente a teoria Keynesiana sobre a preferência pela liquidez, provocou uma corrida dos investidores para posições de menor risco, afetando de forma negativa os investimentos. Isso ocorreu devido à incerteza no cenário econômico. A redução das perspectivas de investimento ocasionou a elevação da cotação do dólar, reduzindo o preço de outros ativos comercializados no mercado nacional. A apreciação do dólar foi reforçada pela grande fuga de capitais.

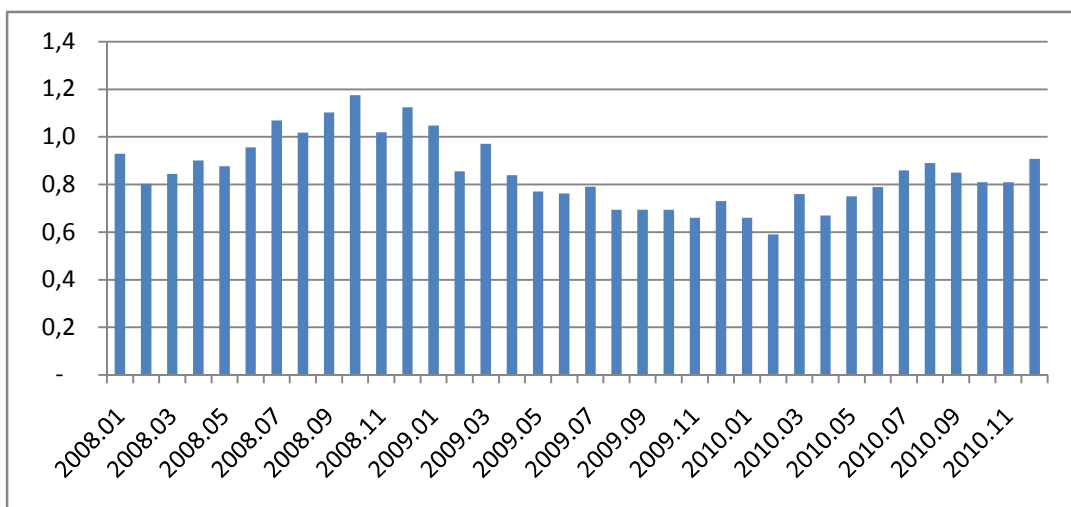
3.2.1 A POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL

Com o intuito de evitar o agravamento da fuga de capitais, no momento imediato a crise, o Banco Central eleva a taxa de juros da economia garantindo maior retorno aos investidores. Entretanto esta medida não surtiu efeito como esperado. Como vimos na teoria Keynesiana, em momentos de incerteza sobre o futuro da economia, a elevação da taxa de juros como recompensa para investidores não é um atrativo para o mercado. Nesses momentos não há incentivos para investimentos, os agentes preferem reter seus ativos e aplicá-los no momento em que a confiança sobre o estado da economia voltar a aquecer.

A queda no consumo interno, em um ambiente de retração do comércio internacional, é extremamente prejudicial para a economia. Por esta razão, a partir do final do ano de 2008 e início de 2009 o Banco Central inicia uma nova política de redução da taxa Selic.

Em resposta ao contágio da crise, o COPOM afrouxou, no primeiro semestre pós crise, a Política Monetária. Reduziu lentamente a taxa básica de juros (Selic) e conseguiu manter a meta de inflação.

Gráfico 6 - A evolução da taxa Selic (% a.m) 2008 a 2010



Fonte: IPEADATA Elaboração Própria

Pode-se notar no gráfico 6, que em Novembro de 2008 a Selic estava no patamar de 12%. Ao longo de 2009 há uma queda gradativa até atingir 8,5% no segundo semestre de 2009.

Entretanto não foi a política de queda na taxa básica de juros (Selic) que favoreceu o bom desempenho da economia no enfrentamento da crise. Ainda que durante o ano de 2009 a Selic se manteve entre 8 e 9%, no ano seguinte o COPOM volta a elevar a taxa. Em 2010 atinge o patamar de 10,75%.

O Banco central também agiu neste período reduzindo o compulsório sobre o depósito a vista. O governo autorizou o Banco Central a adquirir carteiras de crédito das principais instituições financeiras.

Deduções de depósitos compulsórios foram direcionadas também para a aquisição de dólares, de forma a compensar os efeitos das vendas de reservas sobre a liquidez doméstica (Circulares 3.412, de 13 de outubro de 2008, e 3.427, de 19 de dezembro de 2008).

Entretanto a redução de compulsório para os bancos privados em momentos de crise não são tão favoráveis a ponto de promover liquidez e aumento do crédito na economia. Neste período a maioria desses bancos buscava deter o financiamento e crédito.

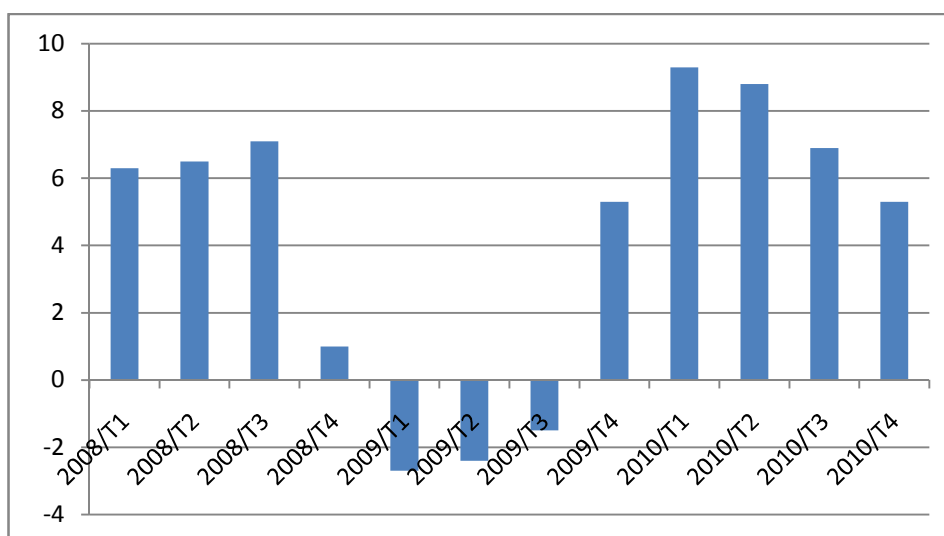
3.2.2 A POLÍTICA FISCAL BRASILEIRA

A eclosão da crise financeira no último trimestre de 2008 interrompeu o crescimento de diversos setores da economia brasileira. A mudança súbita no estado de expectativas fez com que os empresários adiassem seus investimentos e reduzissem a produção, e os banqueiros aumentassem a preferência pela liquidez, retraindo a oferta de crédito. Com isso a retração no consumo foi ainda maior.

A crise intensificou a retração da indústria brasileira. No mês de dezembro de 2008, foi registrada desaceleração de 12,4% frente ao mês anterior, influenciado principalmente pelo setor automobilístico, de acordo com dados do IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

O Produto Interno Bruto, no acumulado do ano de 2008 cresceu 5,1% e chegou a R\$ 2,9 trilhões, segundo dados do IBGE, entretanto no quarto trimestre o crescimento não chegou a 1%. A maior influência para a queda registrada neste período veio da indústria, que "encolheu" 7,4%, no maior recuo desde o período de outubro a dezembro de 1996, quando a queda foi de 7,9%. Na agropecuária, a queda foi de 0,5%, enquanto o setor de serviços recuou 0,4%. O gráfico 7 indica as variações do PIB entre 2008 e 2010.

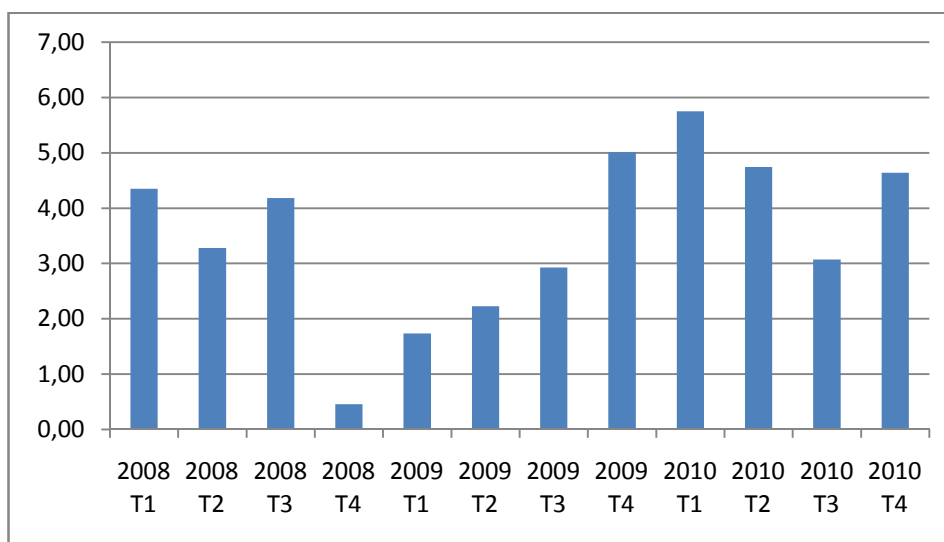
Gráfico 7 –Variação Percentual Trimestral do PIB (2008 a 2010)



Fonte: IPEADATA, Elaboração Própria

O consumo das famílias teve uma queda brutal no ultimo trimestre de 2008, entretanto pode-se notar que a partir de 2009, devido aos estímulos do governo começa a se elevar novamente.

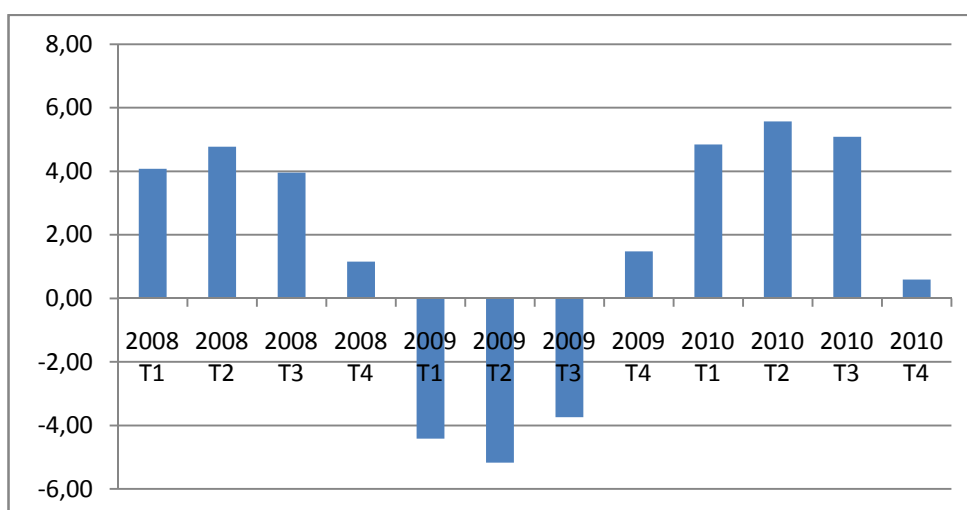
Gráfico 8 -Consumo final(Contribuição no crescimento do PIB)
% Trimestral - 2008 a 2010



Fonte: IPEADATA, Elaboração Própria

Na comparação trimestral, os investimentos das empresas também registraram recuos. A formação bruta de capital fixo teve queda expressiva como pode ser observado no gráfico 9.

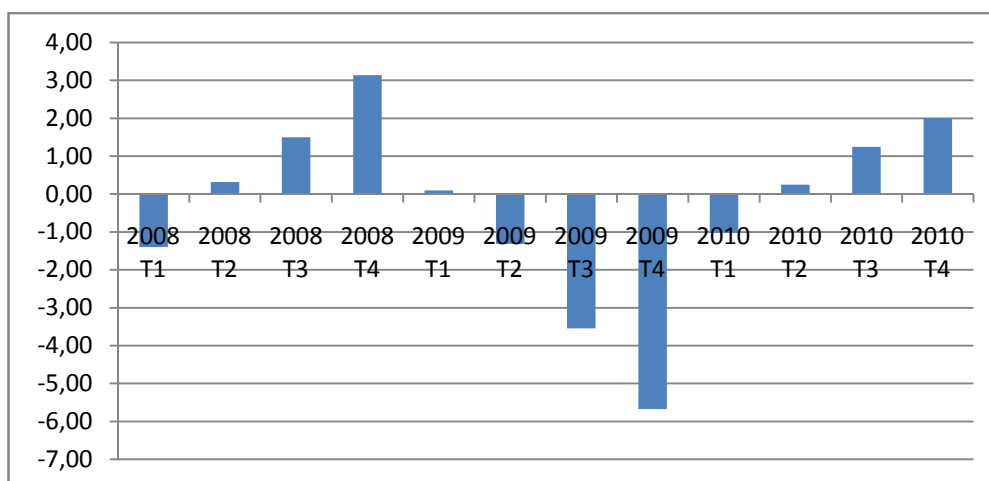
Gráfico 9 – Capital de Formação Bruta(Contribuição no crescimento do PIB)
% Trimestral - 2008 a 2010



Fonte: IPEADATA, Elaboração Própria

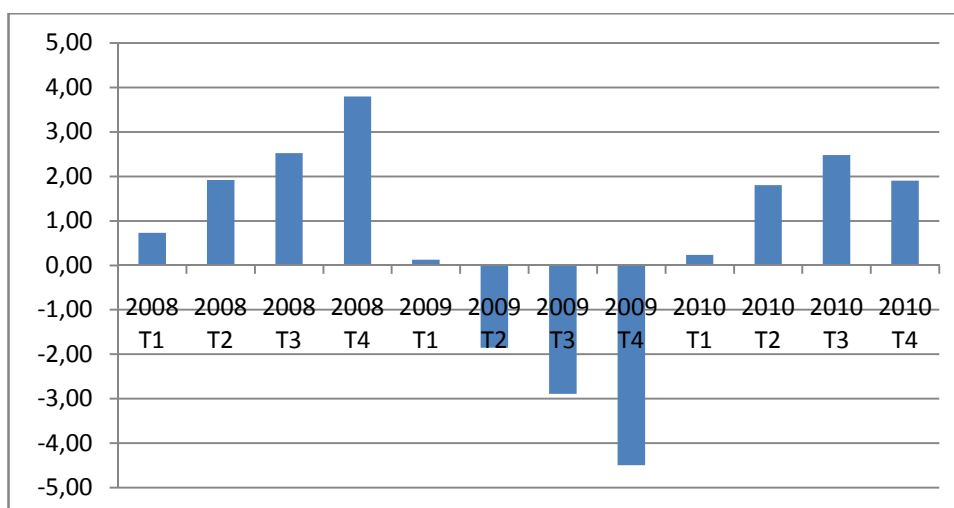
As exportações e importações de bens e serviços também caíram expressivamente como pode ser notado nos gráficos 10 e 11 a seguir.

Gráfico 10 - Exportações de Bens e Serviços (Contribuição no crescimento do PIB)
% Trimestral - 2008 a 2010



Fonte: IPEADATA, Elaboração Própria

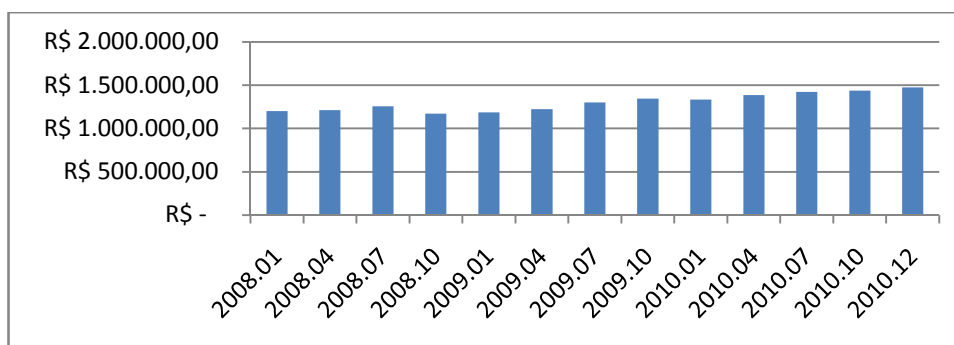
Gráfico 11 - Importações de Bens e Serviços (Contribuição no crescimento do PIB)
% Trimestral - 2008 a 2010



Fonte: IPEADATA, Elaboração Própria

Todos os setores tiveram uma desaceleração no 4º trimestre de 2008. O único que não desacelerou foi a administração pública. Os gastos do governo foram positivos neste período como pode ser observado no gráfico 12.

Gráfico 12 - Dívida Total Setor Público- líquida - R\$ (milhões)
% Trimestral - 2008 a 2010



Fonte: IPEADATA, Elaboração Própria

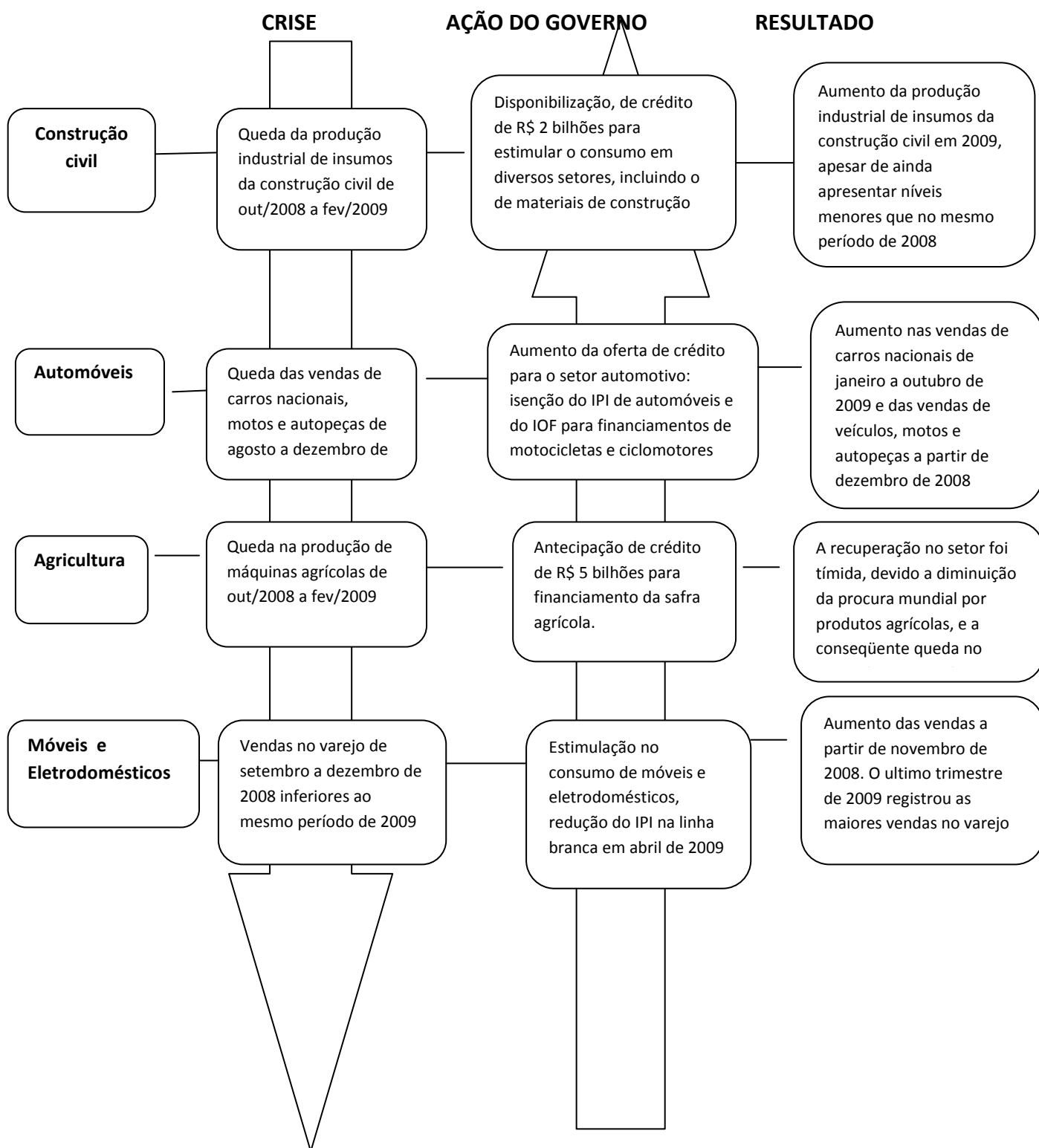
Através dos dados registrados sobre a queda no PIB e a contribuição de cada variável que o compõe: consumo das famílias, investimentos, gastos do governo e balança comercial, pode-se notar que o gasto do governo e o consumo das famílias foram de suma importância no período imediato pós crise. Esses índices só foram possíveis devido à política fiscal e de crédito aplicada.

A política de redução fiscal proporcionou uma queda do total da carga tributária do país. Visando estimular setores específicos como automóveis, móveis e eletrodomésticos.

Com o objetivo de aumentar a demanda interna os investimentos, evitando maiores retrações na produção industrial, foi promovida redução do IPI sobre veículos, eletrodomésticos da linha branca, materiais de construção e bens de capital. Paralelamente, reduziu-se a alíquota do IOF sobre crédito direto a pessoa física, no escopo de estimular a sua concessão. Demais disso, alterou-se a tabela do IRPF, criando-se novas alíquotas, o que pragmaticamente implicou diminuições no valor final pago a título do imposto, aumentando de forma indireta o poder de consumo das famílias.

A figura 1 ilustrada a seguir resume o impacto da crise nos principais setores da economia; (construção civil, automóveis, agricultura, móveis e eletrodomésticos) e as principais medidas anticíclicas adotadas pelo governo através de políticas fiscais nestes setores.

Figura 1 - Medidas do governo brasileiro para conter a crise de 2008



Fonte: IBGE e Banco Central. Quadro: Elaboração própria.

O IPI é um tributo indireto, onerando diretamente os produtos adquiridos pelos consumidores . Este é um elemento importante na consecução da política, pois a empresa fabricante apenas recolhe este tributo ao Tesouro Nacional, enquanto o contribuinte de fato é o próprio consumidor. No caso das medidas anticíclicas, a redução das alíquotas proporcionou uma rápida resposta no varejo.

As medidas de redução do IPI para setores importantes da indústria de transformação pautaram as medidas de exoneração fiscal implementadas pelo governo no período em que a crise se manifestou na economia brasileira. O comportamento dos índices relacionados ao comércio varejista e da produção apontam claramente para a eficiência das medidas neste sentido.

Em outubro de 2009 a única categoria de produção industrial que apresenta expansão se comparada a outubro de 2008, quando a retração em função da crise se manifesta, é a produção de bens de consumo durável (2,3%) puxado principalmente pela produção de linha branca e automóveis. Movimento explicado essencialmente pela redução das alíquotas.

No caso das medidas anticíclicas, a redução das alíquotas proporcionou uma rápida resposta no varejo fomentando o consumo e estimulando a economia como um todo.

A peculiaridade da economia brasileira na condução da política econômica durante a crise de 2008 proporcionou também outra vertente a ser discutida: a autonomia aos Bancos Públicos Nacionais, dada através do Banco Central. Com isso foi possível dar suporte para boa parte da fatia de mercado durante a crise, visto que a maioria dos bancos privados procurava reter crédito neste período.

3.2.3 A IMPORTÂNCIA DOS BANCOS PÚBLICOS BRASILEIROS

Para aumentar a disponibilização de financiamento e crédito, o governo brasileiro usou os três bancos públicos; Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil (BB) e Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). Os bancos públicos de grande porte respondiam por 34% do mercado de crédito em junho de 2009, ante 28% em agosto de 2008.

Um estudo realizado pelo IPEA em 2011 no “*Comunicado do Ipea nº 105 - Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010*” destaca a Atuação setorial e anticíclica dos bancos públicos federais

O gráfico a seguir, elaborado pelo IPEA, demonstra a concessão de crédito ao setor industrial entre os anos de 2003 e 2010. Pode-se notar que a expansão do crédito a indústria ocorreu de forma mais intensa a partir de 2005 e permaneceu atrelado ao ciclo econômico.

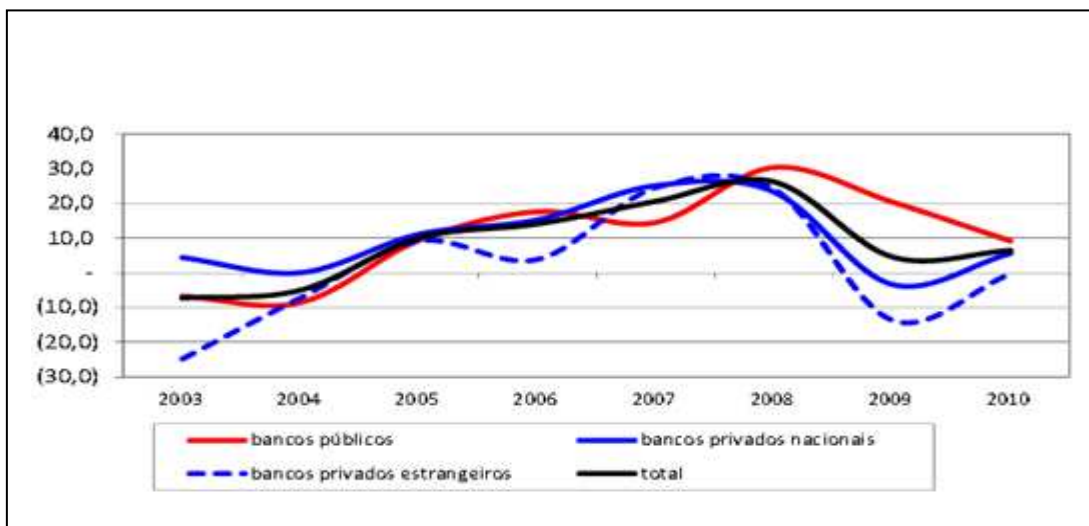
O estudo chama a atenção para o fato de que não foram apenas os bancos privados os principais indutores desse ciclo de crédito à indústria, os bancos públicos também responderam de forma consistente.

Até o ano de 2004, os bancos privados que figuravam os maiores agentes financeiros repassadores de recursos do BNDES para o setor industrial concentravam a maior parte das operações. Além dos recursos próprios de tesouraria, os bancos privados contavam ainda com uma grande fatia dos recursos repassados pelo BNDES constituindo um *funding* destinado a operações de financiamento de longo prazo, fundamentais para qualquer movimento de retomada da atividade econômica.

Com a decisão do governo em utilizar os três bancos públicos como medida anticíclica durante a crise de 2008, pode-se notar, no gráfico 13, a expansão dos

créditos concedidos pelos bancos públicos para o setor industrial depois do segundo semestre de 2008, enquanto os créditos oferecidos pelos bancos privados se retraíram.

Gráfico 13. Crédito à Indústria: taxa de crescimento real (%), 2003 - 2010



Fonte: Banco Central, elaboração Ipea.

O BNDES persiste como o principal banco de fomento brasileiro e está entre os maiores do mundo entre os seus congêneres. O BNDES agiu na capitalização e fundos de aval garantindo empréstimo a pequenas e médias empresas a uma taxa de juros de 6%, nível mais baixo na história brasileira. Com isso evitou uma queda acentuada da atividade econômica.

O BB constitui o principal provedor de crédito do setor agrícola, contudo usa mecanismo de repasse de recursos do BNDES. As linhas de financiamento destinadas ao investimento no setor rural são voltadas à modernização de frotas (tratores, colheitadeiras etc.), ao aumento da produtividade e da competitividade do complexo agroindustrial (incorporação de progresso técnico).

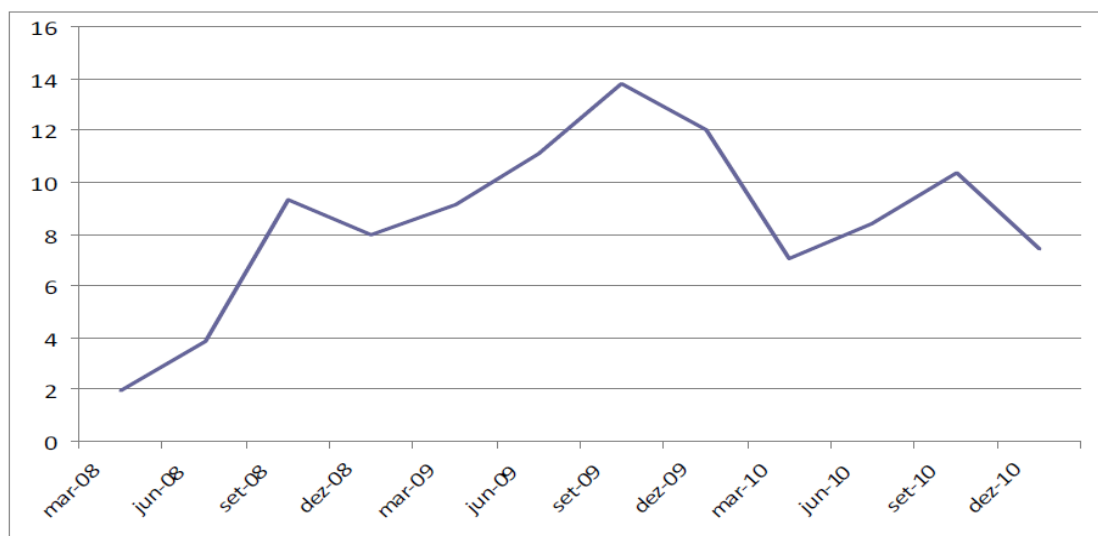
O Banco do Brasil elevou o crédito oferecido a consumidores e empresas, em especial para operações relacionadas a comércio exterior e crédito rural, minimizando os efeitos do corte de crédito realizado pelos bancos privados, sobretudo entre o último trimestre de 2008 e o primeiro de 2009. Além disso, intensificou a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias,

avançou no processo de aquisição de três bancos estaduais e adquiriu grande participação no banco Votorantim.

A CEF sustentou o crédito habitacional. O programa “Minha Casa, Minha Vida”, anunciado em março de 2009 com o objetivo de reduzir o déficit habitacional do país, por meio da construção de um milhão de residências para famílias de baixa renda, permitiu a sustentação do financiamento imobiliário, apesar da crise financeira.

No gráfico 14 pode-se notar o desempenho do crédito disponibilizado pela Caixa Econômica Federal no período pós crise. Percebe-se a elevação substancial dos saldos das operações de crédito durante o ano de 2009.

Gráfico 14. CEF: saldos das operações de crédito para o setor habitacional: 2008 - 2010, taxa de crescimento real trimestral



Fonte: BCB/IFT, elaboração Ipea

Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal foram autorizados pelo governo a adquirir participação em instituição financeira pública e privada, incluindo empresas de seguro, instituição assistencial social e sociedade de capitalização, adquirindo lote de carteira de crédito, somente ativos de boa qualidade.

CONCLUSÃO

A crise financeira de 2008 foi sentida de forma moderada no Brasil devido a várias ações do governo. Um dos principais fatores observados neste trabalho foi o mix de políticas monetárias e fiscais utilizado pelo governo para conter os efeitos da crise.

Mesmo com os reveses econômicos, o Brasil conseguiu enfrentar e emergir da crise de maneira satisfatória. Através de mecanismo de políticas monetárias e fiscais, visando, por exemplo, conter os estímulos a liquidez, reanimar a demanda agregada através de estímulos ao consumo e impulsionar a produção industrial através de estímulos fiscais.

Ainda que a política monetária, no início da crise, tenha sido pró cíclica, notou-se que a política fiscal, com a sustentação e a ampliação do investimento e do gasto público, acrescida da política creditícia, ampliando o crédito e o financiamento via bancos públicos emergiram como os fatores internos que determinaram a recuperação da economia brasileira. Foi possível proporcionar um aumento no financiamento para investimento em vários setores da economia e aumentar o crédito para pessoas físicas e privadas.

A atuação dos bancos públicos federais surge como solução para problemas de natureza estrutural da economia brasileira. A crise financeira mostrou que eles podem contribuir para suavizar movimentos recessivos do ciclo econômico, ajudando a controlar o pânico que atingiu os bancos privados.

Conforme dados apresentados neste trabalho foi possível concluir que, em boa medida, houve um êxito das políticas econômicas adotadas evitando que o Brasil entrasse numa recessão mais severa.

REFERÊNCIAS

CARDIM, F.C. **Keynes, a Instabilidade do Capitalismo e a Teoria do Ciclo Econômico**. Rio de Janeiro, 1988. Pesquisa e Planejamento Econômico, volume 18, n 3.

CARVALHO, F. J. C. **Keynes e o Brasil**. 2008. São Paulo. Economia e Sociedade (UNICAMP), v. 17, p. 569-574.

COOPER, G. **A origem das crises financeiras**. 2009. São Paulo. Lua de Papel

CURADO, M. **Flutuações nos preços dos ativos: uma comparação entre bolhas especulativas racionais e a contribuição keynesiana**. Economia e sociedade, Campinas, v. 15, n. 1(26), p. 57-77, jan./jun. 2006.

DAVIDSON, P. **Financial Market, Money and Real Word**. Northampton, Mass: Edward Elgar, 2002

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. [1936]. São Paulo: Nova Cultural, 1996

KINDLEBERG, C. & ALIBER, R. **Da euforia ao pânico: uma história das crises financeiras**. São Paulo: Editora Gente, 2009

MACEDO, A. C. S. **Macroeconomia Sem Equilíbrio**. (1999). Petrópolis: Editora Vozes

MINSKY, H. P. The Financial Instability Hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute of Bard College**. Working Paper N° 74, Maio 1992

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. [1986]. São Paulo: Novo Século, 2010.

ROUBINI, N. & MIHM, S. **A economia das Crises**. 2010. Rio de Janeiro: Editora Intrínseca

WRAY, R. **Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços**. 2003. Rio de Janeiro: Contraponto.

WRAY, R. **“Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach England**, 1990. Edward Elgar.

FERRARY FILHO, F. **“Brasil’s response: How did financial regulation and monetary policy influence recovery?”** 2011. Brazilian Journal of Political Economy, v. 31, n 5 (125), p.p 880-888

BANCO CENTRAL DO BRASIL: www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps202.pdf

IPEA (INSTITUTO DE ECONOMIA ECONOMICA APLICADA): www.ipea.gov.br