

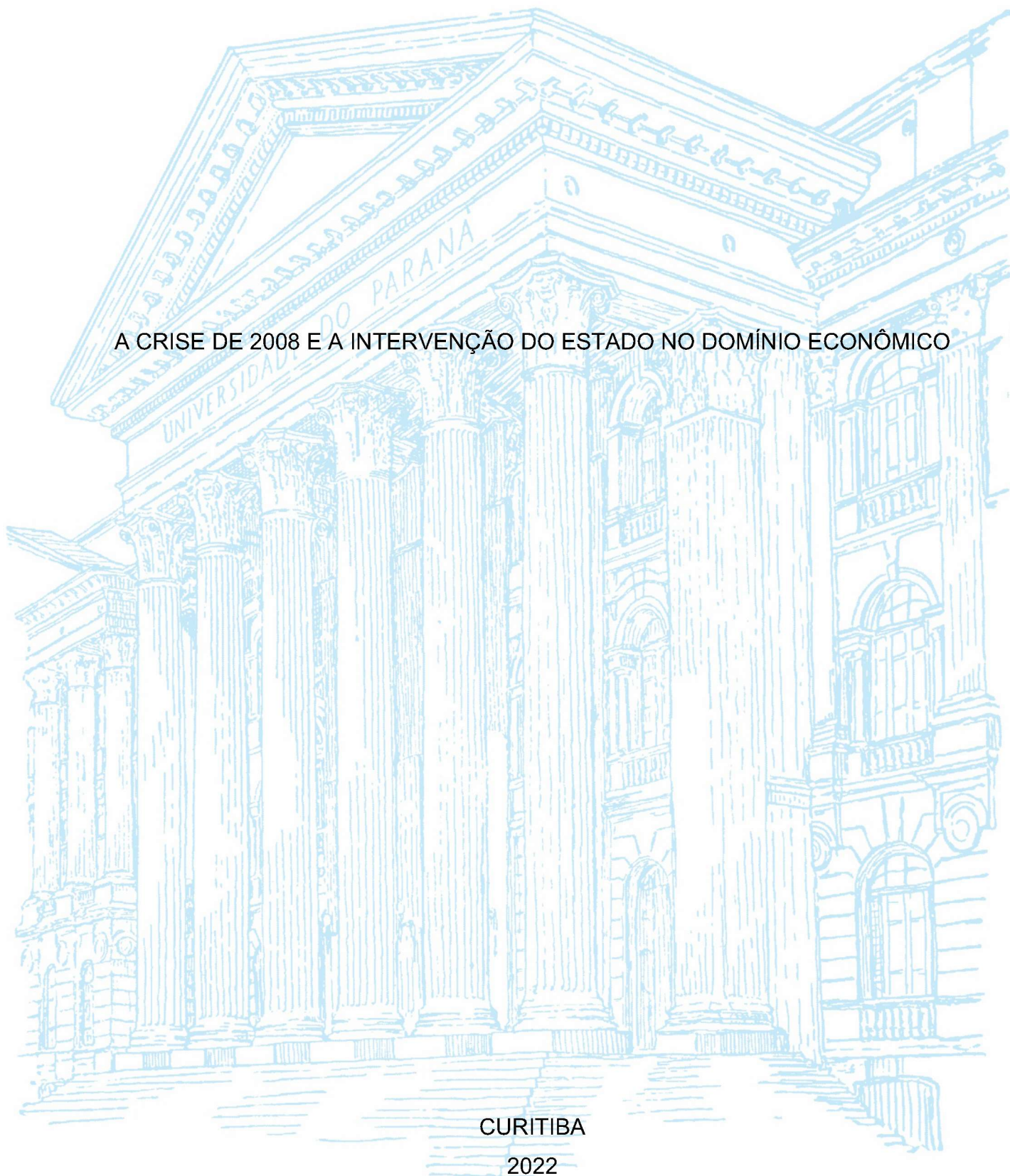
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LOIC DOMINGUEZ

A CRISE DE 2008 E A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO

CURITIBA

2022



LOIC DOMINGUEZ

A CRISE DE 2008 E A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dalto.

CURITIBA

2022

TERMO DE APROVAÇÃO

LOIC DOMINGUEZ

A CRISE DE 2008 E A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof. Fabiano Dalto
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof(a). Françoise Iatski de Lima
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof(a). Larissa Naves de Deus Dornelas
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 06 de maio de 2022.

RESUMO

Este trabalho visa analisar a postura do Brasil frente a crise de 2008, e como uma abordagem mais intervencionista por parte do Estado, baseado nas políticas macroeconômicas keynesianas, permitiu ao Brasil superar a crise financeira mundial com relativo sucesso. Após a eclosão da crise do subprime, o governo decidiu intervir para evitar que o país se aprofundasse ainda mais em uma recessão. Através de medidas como a redução do depósito compulsório, diminuição das taxas de juros, aumento dos gastos públicos e redução de impostos, o governo possibilitou ao país reverter o quadro de desaceleração econômica e se tornar um dos primeiros a recuperar o nível de atividade econômica após a crise de 2008. Com essas medidas, o governo conseguiu aumentar o nível da demanda doméstica, produzindo um efeito multiplicador na economia, incentivando o investimento por parte dos empresários e o consumo por parte das famílias, assumindo o papel de incentivador dos investimentos, como defendia Keynes. Apesar disso, é necessário que os governos saiam mais experientes de cada crise, buscando sempre uma maior regulação e maior controle sobre as atividades financeiras, a fim de reduzir o impacto futuro da crise seguinte. Assim, retornar a um modelo econômico mais sensível, que busque diminuir o papel das instituições financeiras e que promova a estabilidade econômica e não a especulação deve se tornar a prioridade dos governos.

Palavras-chave: crise financeira, Keynes, intervenção econômica, regulamentação dos mercados, economia brasileira.

ABSTRACT

This work aims to analyze Brazil's posture in the face of the 2008 crisis, and how a more interventionist approach by the State, based on Keynesian macroeconomic policies, allowed Brazil to overcome the global financial crisis with relative success. After the outbreak of the subprime crisis, the government decided to intervene to prevent the country from going further into recession. Through measures such as reducing compulsory deposits, lowering interest rates, increasing public spending, and reducing taxes, the government enabled the country to reverse the economic recession and become one of the first to recover the level of economic activity after the 2008 crisis. With these measures, the government managed to increase the level of domestic demand, producing a multiplier effect on the economy, encouraging investment by entrepreneurs and consumption by families, assuming the role of promoter of investments, as defended Keynes. Despite this, it is necessary for governments to emerge more experienced from each crisis, always seeking greater regulation and greater control over financial activities, in order to reduce the future impact of the next crisis. Thus, returning to a more sensitive economic model that seeks to reduce the role of financial institutions and that promotes economic stability and not speculation should become a priority for governments.

Keywords: financial crisis, Keynes, economic intervention, market regulation, Brazilian economy.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	08
1. A TEORIA KEYNESIANA.....	10
2. A CRISE FINANCEIRA DO <i>SUB-PRIME</i>	13
2.1 O HISTÓRICO DA CRISE.....	13
2.2 DO MERCADO FINANCEIRO PARA A ECONOMIA REAL.....	18
2.3 COMO A CRISE INICIADA NOS EUA SE ESPALHOU PELO MUNDO.....	24
2.4 A REAÇÃO DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS DO MUNDO.....	26
3. OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA NA ECONOMIA BRASILEIRA.....	31
3.1 A ECONOMIA BRASILEIRA ANTES DA CRISE DO <i>SUBPRIME</i>	31
3.2 COMO A CRISE CHEGOU AO BRASIL.....	35
3.3 IMPACTOS DA CRISE NA ECONOMIA BRASILEIRA.....	37
4. REAÇÃO DO GOVERNO: AS MEDIDAS ANTICÍCLICAS DE CARÁTER KEYNESIANO QUE FORAM ADOTADAS.....	40
4.1 A REDUÇÃO DA TAXA SELIC.....	42
4.2 A FLEXIBILIZAÇÃO DO DEPÓSITO COMPULSÓRIO.....	43
4.3 O AUMENTO DOS GASTOS PÚBLICOS E A DESONERAÇÃO DE IMPOSTOS.....	45
4.4 O BNDES E O SEU PAPEL ANTICÍCLICO.....	47
4.5 OS RESULTADOS DAS POLÍTICAS ADOTADAS.....	51
CONCLUSÃO.....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	56

INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 iniciada nos Estados Unidos gerou uma das maiores recessões que o mundo presenciou desde a Grande Depressão de 1929. Diversas economias viram seus níveis de produção caírem abruptamente e os níveis de desemprego aumentarem, fazendo com que diversos países anunciassem planos de socorro às suas economias, por meio da injeção de bilhões de dólares nos bancos e redução das taxas de juros. Tais medidas amenizaram em parte os efeitos da crise. Esse resultado se deu em grande parte devido a postura dos países em deixar de lado sua política liberalizante e adotar uma postura mais intervencionista do Estado em seus mercados financeiros, evitando assim um *crash* ainda maior.

Este trabalho visa analisar a postura do Brasil frente a crise de 2008, e como uma abordagem mais intervencionista por parte do Estado, baseado nas políticas macroeconômicas keynesianas, permitiu ao Brasil superar a crise financeira mundial com relativo sucesso. Após a economia ter encolhido 2,9% no último trimestre de 2008, o governo decidiu intervir para evitar que o país se aprofundasse ainda mais em uma recessão. Através de medidas como a redução do depósito compulsório, diminuição das taxas de juros, aumento dos gastos públicos e redução de impostos, o governo possibilitou ao país reverter o quadro de desaceleração econômica e se tornar um dos primeiros a recuperar o nível de atividade econômica após a crise de 2008.

Para entender como isso ocorreu, é necessário entender o pensamento por trás da teoria desenvolvida por John Maynard Keynes, economista britânico. Ele afirmava ser o sistema econômico capitalista incapaz de assegurar o pleno emprego e o desenvolvimento econômico sem crises de duração indefinida. Este pensamento vai contra o entendimento dominante à sua época. De fato, Keynes argumentava ser o desemprego uma característica permanente das economias capitalistas, além de ser um defensor da ideia que as economias precisavam ser deliberadamente reguladas pelos governos para funcionarem sem desperdício de recursos e sem gerar distribuição de renda inaceitável, sendo conhecido, portanto, como “pai” da macroeconomia.

A intervenção governamental na economia defendida por Keynes foi adotada por diversos países do mundo na Crise de 2008, inclusive o Brasil, que adotou

medidas monetárias e fiscais expansionistas, como as sucessivas reduções da taxa Selic por parte do Banco Central, flexibilização do depósito compulsório, aumento dos gastos públicos, desoneração de impostos e diminuição do superávit primário, fazendo com que os efeitos desse colapso fossem um pouco menores do que seriam no caso de não intervenção do Estado.

Com o objetivo de abordar esses temas, o trabalho foi dividido em quatro seções. A primeira trata da Teoria Keynesiana, com uma rápida introdução ao pensamento de Keynes, as suas críticas à economia clássica, sua perspectiva sobre as crises econômicas no sistema capitalista e que medidas devem ser adotadas pelo governo para que a economia se recupere e reverta o ciclo recessivo. A segunda seção aborda a crise financeira do *subprime*, suas origens e de que forma ganhou âmbito global. Junto disso, mostra os efeitos que a crise causou nas principais economias mundiais. A terceira seção aborda a reação do governo à crise financeira internacional. Em um primeiro momento traz um breve relato histórico a respeito da economia brasileira e logo após aborda os canais por meio dos quais a crise chegou ao Brasil, concluindo com os impactos que a crise causou na economia brasileira. Por fim, a quarta seção aborda as medidas anticíclicas de caráter keynesiano adotadas pelo governo. O objetivo final desse trabalho é abordar a importância das ideias keynesianas, que mesmo após mais de 75 anos, ainda continuam sendo fundamentais para nortear os governos em períodos de crise econômica.

1. A TEORIA KEYNESIANA

A economia que existia até a Grande Depressão de 1930 – a chamada escola clássica – era fruto de uma base econômica estritamente individualista, que fora construída baseada no comportamento dos indivíduos, em especial a atividade de produzir e de consumir. De fato, a teoria clássica baseava-se no princípio de que a motivação dos produtores em uma economia mercantil era a compra de outras mercadorias, ou seja, a decisão de produzir de cada produtor seria determinada por seu desejo aquisitivo: produz-se para poder comprar.

Assim, a produção não teria como objetivo a venda em si, nem a acumulação de riqueza, mas apenas o consumo. Portanto, o agente produziria mercadorias já com a intenção de comprar outras mercadorias no mesmo montante. E mais, só produziria por conta desse motivo. Assim, sempre haveria poder de compra para comprar toda a produção da economia, por maior que ela fosse. Daí, surge a Lei de Say, na qual toda a economia clássica se baseia: *“A oferta gera a sua própria demanda”*. De fato, se para cada produtor o valor esperado de sua produção equivale ao valor da demanda por outras mercadorias que ele espera efetivar, conclui-se que, no agregado, cada aumento da quantidade de mercadorias ofertadas será inevitavelmente seguido de um aumento da quantidade demandada de mercadorias.

Keynes tinha um entendimento contrário aos economistas clássicos no que diz respeito a lei de Say. De fato, as críticas de Keynes à lei de Say são de duas ordens: (1) a produção gera renda, mas a renda assim gerada não resultaria em demanda equivalente à produção ofertada e (2) mais importante, é a demanda que determina o nível de emprego e renda. Para Keynes, o aumento da produção, a partir de certo ponto, deixaria de encontrar mercado porque a poupança por parte da população seria excessiva.

Keynes, ao contrário do que defendiam os economistas clássicos, acreditava que a agregação seria sempre o resultado final, e nunca o ponto de partida de uma análise econômica. Assim, os resultados obtidos deveriam ser tratados como meras possibilidades e não como verdades inquestionáveis. De fato, para os clássicos, como Ricardo, Smith e Say, a tendência ao equilíbrio com pleno emprego pode ser encarada como uma espécie de lei natural, que expressaria de forma direta a racionalidade dos agentes econômicos. Assim, um eventual desequilíbrio da economia implicaria a

existência de oportunidades, que, quando percebidas pelos agentes, restauraria o equilíbrio por meio da igualação das taxas de lucro.

Para Keynes o problema da teoria clássica não estaria em eventuais erros de lógica, mas na verdade ela seria apenas um caso-limite, ou seja, um caso particular de sua teoria. Keynes retira em sua teoria o pressuposto usado pelos economistas clássicos do pleno emprego. Dessa forma, a sua Teoria Geral afirma que a dinâmica da economia responde, em essência, as decisões tomadas pelos empresários e que o objetivo da acumulação pode ser a própria acumulação em si, e não o consumo subsequente dos recursos acumulados.

Assim, fica claro para Keynes que é perfeitamente possível que a produção encontre numa demanda fraca um obstáculo à sua expansão. Isso vai contra o pensamento de Say e de outros economistas clássicos, que acreditavam que não haveria limites à produção além daqueles impostos pelo ímpeto aquisitivo dos agentes e pela disponibilidade de recursos produtivos, já que, no ponto de vista deles, todo aumento na produção implica idêntico aumento na demanda.

Em princípio, a decisão capitalista é uma decisão racional, pois a concorrência entre os capitalistas faz com que cada um tente aplicar os seus recursos da maneira mais eficiente possível, para que não seja superado pela ação dos concorrentes. Assim, o objetivo básico do capitalista é a maximização dos lucros. Porém, nenhum negócio ou empreendimento é 100% previsível. No período de tempo entre o presente e o futuro, no qual se esperam colher os resultados, poderão ocorrer eventos que podem interferir sobre o processo produtivo, pois o agente não tem controle sobre todas as variáveis relevantes.

Portanto, toda expectativa do capitalista representa uma proposição quanto à probabilidade de que um ou mais eventos venham a ocorrer. Partindo desse princípio, Keynes interpretava que a crise resulta da recusa dos capitalistas em investir. No momento em que as empresas passam a investir menos, inicia-se todo um processo de retração econômica e frustração de expectativas que abre as portas para o estabelecimento de uma crise. Nesse momento, a atuação governamental buscando a manutenção do nível de demanda agregada seria essencial, pois restabeleceria a confiança dos agentes que antes havia fraquejado.

O fato de as decisões capitalistas serem tomadas em condições de incerteza faz com que em muitos casos ocorra a frustração das expectativas. Evidentemente, os capitalistas sabem que baseiam suas decisões sobre premissas pouco confiáveis,

porém, sabem também que decisões de aplicar precisam ser continuamente tomadas, mesmo que exista incerteza. Em face da possibilidade de falha de julgamento, o agente econômico “racional” adota estratégias defensivas, que podem parecer desprovidas de sentido em situações diversas, mas que servem para estabelecer uma linha de retaguarda, de contenção de danos, quando e se o desapontamento das expectativas sobrevier.

Dessa forma, o capitalista procurará se livrar o quanto antes de ativos cuja rentabilidade acredite estar ameaçada, migrando assim seus recursos para aplicações mais seguras e lucrativas. Esse movimento de venda de determinados ativos, se for realizado em massa, pode acarretar crises nos mercados financeiros, com a depreciação geral de todas as cotações, e, em casos extremos, causando efeitos negativos na economia real. Um exemplo é a súbita queda da bolsa de valores de Nova Iorque em 1929, gerando a Grande Depressão, que se estendeu por vários anos. Outro exemplo mais recente é a crise do *subprime* de 2008. Ignorar estes comportamentos defensivos ou tentar reduzi-los a equivalentes em certeza é a grande limitação da teoria clássica.

Portanto, podemos concluir que a Teoria Geral elaborada por Keynes está contextualizada no âmbito da Grande Depressão, época na qual a economia estava com problemas de excesso de produção e níveis elevados de desemprego, sem que houvesse perspectiva de fim para a recessão, tornando a teoria clássica insuficiente para responder os problemas pelos quais a população passava. É nesse contexto que Keynes estabelece por meio de sua teoria que as crises financeiras seriam recorrentes, chegando assim a uma conclusão inevitável: as economias capitalistas, para funcionarem sem desperdício de recursos e sem gerar distribuição de renda inaceitável, precisam ser deliberadamente reguladas pelos governos.

2. A CRISE FINANCEIRA DO **SUBPRIME**

2.1 O HISTÓRICO DA CRISE

O fim da Segunda Guerra Mundial abriu as portas para um período de elevação do consumo, déficits governamentais anticíclicos, bancos centrais prontos para intervir se necessário, baixas taxas de juros e mercados financeiros altamente regulados. Dessa forma, a economia mundial conseguiu se aproveitar de uma época de bonança econômica, com pequenas crises pontuais, até meados dos anos de 1970.

A partir dos anos de 1970 o mundo voltou a ter que lidar com crises de proporções internacionais em especial as marcadas pelo fim do sistema monetário criado em Bretton Woods, pelos choques de petróleo (73 e 79), além do fenômeno da estagflação mundial e do aumento do endividamento das economias subdesenvolvidas. Assim, se encerrava a chamada “golden age” do capitalismo e se iniciava um período de sucessivas crises financeiras. De fato:

This changed around the mid-1970s, with a long series of crises that became increasingly severe and ever more frequent: real estate investment trusts in the early 1970s; developing-country debt in the early 1980s; commercial real estate, junk bonds, and the thrift crisis in the United States (with banking crises in many other nations) in the 1980s; stock market crashes in 1987 and again in 2000 with the dot-com bust; the Japanese meltdown from the late 1980s; Long Term Capital Management, the Russian default, and Asian debt crises in the late 1990s; and so on. (WRAY, 2011, p.5).

As políticas macroeconômicas keynesianas, antes consideradas bem-sucedidas, perderam sua popularidade nesse ambiente, dando espaço a políticas de protecionismo econômico com o objetivo de proteger a economia nacional em detrimento da demanda global. As ideias liberalizantes foram deixando de lado o keynesianismo e diversos governos passaram a adotar um modelo de gestão econômica denominado neoliberal. Esse novo modelo gerou uma liberalização da economia e, principalmente, das relações financeiras. Todo esse novo modo de gestão seria complementado por privatizações, desregulamentações e flexibilizações dos mercados, sendo os casos mais conhecidos de adoção dessa estratégia os governos Reagan e Thatcher.

De fato, de acordo com Wray (2011), a partir dos anos 60 e com mais intensidade nos anos 80 e 90, ocorreram diversas desregulamentações e diminuições de supervisão dos mercados financeiros por parte dos agentes governamentais. Foi permitido, de forma gradual, que diversas instituições financeiras assumissem posições mais arriscadas na forma de ativos de maior risco e com aumento de posições de baixa liquidez, passando os gestores a usarem modelos internos para gerirem o risco e o valor dos ativos. A ideia predominante à época era que as instituições financeiras privadas seriam mais eficientes em calcular riscos de ativos do que as instituições reguladoras governamentais, de forma que confiar a agências privadas de avaliação de risco e a firmas de contabilidade a avaliação do risco seria uma forma que daria maior flexibilidade aos mercados. Essa maior flexibilidade permitiu que diversos fundos de pensão pudessem diversificar os seus portfólios em produtos mais complexos e que prometiam maiores retornos com a suposta garantia de baixo risco.

Dessa forma, o mercado financeiro passa então a assumir grandes proporções se comparado com o setor produtivo. Diversos instrumentos financeiros passaram a ser colocados no mercado com o objetivo de atrair recursos que não estavam sendo utilizados em empreendimentos produtivos. A concorrência das instituições financeiras em atrair o máximo desses recursos disponíveis as fazia criar constantemente diversos instrumentos financeiros. Essa ampliação do sistema financeiro ocorreu por meio de dois tipos de bancos: os comerciais e os de investimento. Os comerciais aceitavam depósitos e estavam sujeitos a fortes restrições quanto aos riscos que poderiam assumir. De fato, tinham que manter reservas líquidas e se adequar ao sistema de garantia de depósitos. Em contrapartida, tinham facilidade em obter recursos da autoridade monetária. O segundo tipo de banco eram os de investimento, que não aceitavam depósitos e eram sujeitos a regulações muito menores, tendo em vista que não corriam o risco das corridas bancárias.

A partir dos anos 70, os bancos comerciais passam a perder mercado para outras instituições com menos restrições e regulações. Assim, diversos fundos passaram a financiar empreendimentos produtivos, atividade antes que era feita pelos bancos comerciais. Além disso, o aumento da securitização¹ permitiu que diversos

¹ Securitização é o processo de agrupamento de vários ativos financeiros em um único ativo padronizado e negociável. Essa atividade consiste em formar um pacote de ativos homogêneos, que

tipos de empréstimos fossem transferidos dos balanços das grandes instituições financeiras para as chamadas SIVs e SPVs – Special Investment or Purpose Vehicles, “limpando” o balanço de grandes instituições, além de ajudá-las a cumprir as diretrizes firmadas no Acordo de Basileia².

Com as inovações trazidas no mercado secundário de hipotecas, através da securitização por meio dos *mortgage backed securities* (MBS), diversos *players* passaram a se interessar no financiamento habitacional, levando então a proliferação de contratos “não tradicionais”, ou seja, contratos de financiamento imobiliário concedidos a pessoas que não conseguiam comprovar a sua capacidade de pagamento das parcelas do financiamento. Com isso, o que ocorreu foi a integração do sistema de financiamento com o mercado de capitais.

De acordo com Borça e Torres (2009), entre 1997 e 2006, os preços dos imóveis nos Estados Unidos se elevaram de forma contínua, atravessando seu mais longo período de valorização em 5 décadas. Esse processo foi financiado pelo aumento do crédito imobiliário, em especial pelo mecanismo de hipotecas, além das baixas taxas de juros vigentes desde os atentados de 11 de setembro. Uma vez que o preço dos imóveis subia constantemente, a capacidade de solvência do devedor não importava tanto ao agente que concedia o empréstimo, pois caso a prestação se tornasse excessivamente alta, o devedor tinha a possibilidade de efetuar um novo empréstimo, em condições melhores, baseado na valorização do seu imóvel.

De fato, o mecanismo de hipoteca se tornou a mais importante forma de financiamento imobiliário dos Estados Unidos. Entre 2001 e 2006 esse mecanismo tornou-se ainda mais popular, pois:

De um lado, houve uma forte ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano, com a incorporação de novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário e, de outro, o crescimento vigoroso do processo de securitização desses créditos. (BORÇA; TORRES, 2009, p.135).

não teriam atratividade sozinhos, e transformá-los em um ativo maior que seja negociado mais facilmente no mercado.

² O Acordo de Basileia I (1988) estabeleceu recomendações para as exigências mínimas de capital para instituições financeiras internacionalmente ativas para fins de mitigação do risco de crédito. Em 1996, essas recomendações foram aprimoradas com a incorporação de requerimentos para a cobertura dos riscos de mercado no capital mínimo exigido das instituições financeiras. As recomendações conhecidas como Basileia II (2004), revisão do primeiro Acordo, agregou princípios para uma avaliação mais precisa dos riscos incorridos por instituições financeiras internacionalmente ativas.

De fato, de acordo com Torres (2008), houve a inclusão em massa do segmento de agentes que não tinham condições de arcar com as parcelas dos financiamentos – os chamados *subprimers* – ou mais conhecidos como *ninja* (no income, no job or assets). Esses agentes não tinham condições de comprovar a sua capacidade de pagamento das hipotecas, sejam porque não tinham renda ou patrimônio compatível, seja porque não conseguiram sequer apresentar a documentação necessária, por serem residentes ilegais ou terem ficado inadimplentes nos últimos dois anos.

A inclusão desses agentes no mercado de hipotecas só foi possível com o aperfeiçoamento do processo de securitização desses créditos *subprime*. De acordo com Borça e Torres (2009), surgiram instituições financeiras que atuavam concedendo financiamentos imobiliários e, simultaneamente, como distribuidoras de risco, vendendo tais créditos no mercado de capitais a investidores institucionais em “pacotes”, de forma a dar uma falsa impressão de diversificação e diluição do risco de inadimplência, afinal, não se acreditava que todas as pessoas poderiam ao mesmo tempo parar de pagar suas hipotecas. Esse mecanismo será descrito de forma mais detalhada nos próximos tópicos. Além disso, os próprios imóveis eram garantias da operação de hipoteca, de forma que, caso um agente se tornasse inadimplente, a instituição financeira poderia simplesmente pegar o imóvel, leiloá-lo, e reaver o dinheiro. Outro fator que a época tornava o processo mais seguro era o fato de que os imóveis se valorizavam ano após ano. Assim, as garantias dadas às hipotecas aumentavam seu valor de mercado a cada dia que passava. Por conta disso, os agentes que intermediavam essas operações de hipotecas (e recebiam comissão por isso) tinham todo o incentivo para realizar o maior número possível desses contratos, inclusive com pessoas que não tinham a capacidade de comprovar o pagamento, afinal, com o aumento constante dos preços, não haveria risco, bastando ao tomador da hipoteca refinanciá-la. De fato:

As originators would not hold the mortgages, there was little reason to worry about ability to pay. Indeed, since banks, thrifts, and mortgage brokers relied on fee income, rather than interest, their incentive was to increase throughput, originating as many mortgages as possible (...) While relationship banking had based loans on the relevant characteristics of the borrower (such as income, credit history, assets), the new arrangements appeared to offer a nearly infinite supply of impersonal mortgage credit with no need to evaluate borrower ability to repay. (WRAY, 2009, p.8)

Além de os financiamentos imobiliários serem destinados a agentes sem capacidade de pagamento, existiam outros fatores que agravavam ainda mais o seu risco de inadimplemento. De fato, as operações de financiamento eram de longo prazo (normalmente de 30 anos) em que as condições para pagamento eram híbridas, ou seja, havia um período inicial curto, de dois a três anos, em que o tomador do empréstimo pagava prestações fixas e relativamente baixas. Nos 27 ou 28 anos seguintes, as prestações eram maiores e os juros mais elevados. Existia também a possibilidade de nesses primeiros anos o tomador do financiamento realizar apenas o pagamento dos juros, começando a amortizar o principal apenas após o transcorrer de 2 ou 3 anos.

Com a taxa de juros do mercado imobiliários constantemente diminuindo e o preço das moradias aumentando, diversas famílias, ao chegarem no período de realizar os pagamentos mais vultosos, optavam por liquidar a hipoteca antiga e adquirir uma nova, em condições melhores, iniciando-se assim um novo período de 2 ou 3 anos de prestações baixas. Nota-se que o processo de trocas de hipotecas estava baseado no movimento ascendente dos preços dos imóveis. De fato:

Até 2006, a saída mais comum era trocar a dívida existente por uma nova hipoteca do tipo 2/28 ou 3/27, só que de valor mais elevado. Isto era possível porque o preço dos imóveis estava subindo. Assim, iniciava-se um novo período de 2 ou 3 anos em que as prestações voltavam a ser fixas e baixas, o que atendia às necessidades dos devedores. (TORRES, 2008, p.3).

Entretanto, a possibilidade de manutenção desse sistema de trocas foi deixando de existir na medida que as taxas de juros foram se elevando, o que inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento e, conseqüentemente, provocou uma queda gradativa dos preços dos imóveis, tendo em vista a queda na demanda por novos imóveis. Junto disso, à medida que os anos iniciais de parcelas baixas iam se encerrando e com o aumento dos juros, ocorreu um aumento expressivo da inadimplência e de execuções. Em verdade:

As possibilidades de manutenção desse ciclo imobiliário expansionista deixaram de existir na medida em que a taxa básica de juros norte-americana foi sendo gradativamente elevada, saindo do patamar de 1% a.a., em maior

de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. (BORÇA; TORRES, 2009, p. 139).

Dessa maneira, a partir de 2007 passou a ocorrer uma queda nos preços dos imóveis, o que acarretou a impossibilidade de se continuar com esses refinanciamentos de hipotecas. Os problemas concentrados inicialmente apenas no mercado imobiliário passam então para outros mercados, fazendo com que bancos fiquem mais relutantes em emprestar, inclusive para períodos curtos.

2.2 DO MERCADO FINANCEIRO PARA A ECONOMIA REAL

Devido aos vínculos criados pelas securitizadoras entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais, a crise aparentemente em um segmento pequeno – financiamento habitacional – se espalhou para diferentes mercados financeiros ao longo de 2007. De fato, de acordo com Torres (2008, p.4): “O crescimento dos *subprimes* foi financiado, basicamente, através da obtenção de recursos com a venda de títulos no mercado de capitais”. Assim, mesmo as instituições que sofreram com os prejuízos da queda de valor dos títulos hipotecários e conseguiram sobreviver acabaram se retraindo pela desconfiança do que poderia acontecer pela frente, além de possuírem menos capital disponível para conceder empréstimos.

Dessa forma, empresas saudáveis que nada tinham a ver com a situação acabaram sofrendo cortes nas suas linhas de capital de giro, afetando a sua operação, e, conseqüentemente, a economia real. Junto disso, com o declínio do preço dos imóveis, a atividade da construção civil despencou, provocando diminuição na demanda por bens de produção. Sendo esse um setor responsável por contratar um elevado número de trabalhadores, ocorreu um impacto direto no nível de emprego da economia. Com o aumento do desemprego, aumentou ainda mais a inadimplência e ocorreu uma diminuição ainda maior do consumo, fazendo com que economia entrasse em um ciclo de recessão.

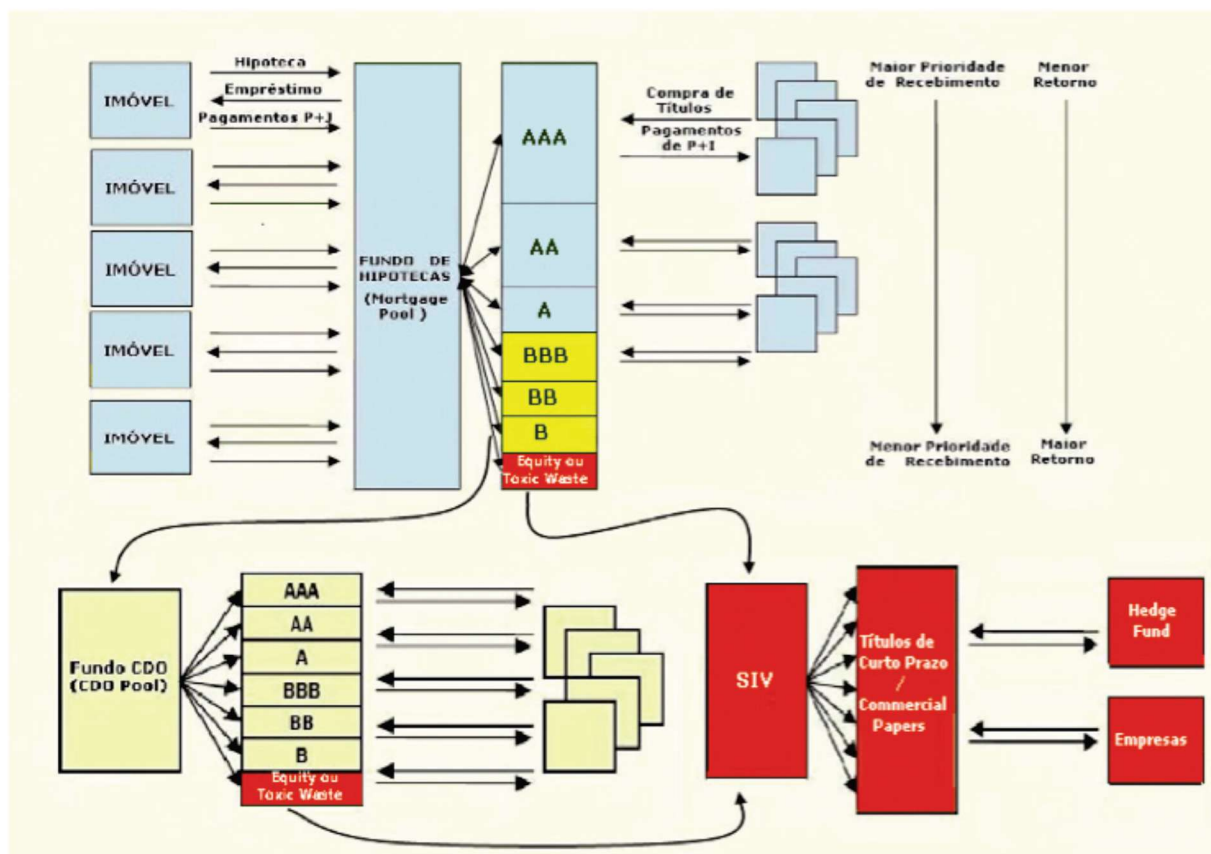
De fato, como abordado pela teoria keynesiana, se a demanda agregada cai, os níveis de emprego e renda também são afetados, o que por sua vez provoca uma diminuição ainda maior nos gastos, ocasionando um efeito multiplicador negativo sobre a demanda agregada, provocando a recessão da economia.

Numa economia globalizada, é normal que diversas empresas tenham empréstimos ou financiamentos em países estrangeiros. Com as incertezas do mercado, passa a ocorrer uma restrição global do crédito, comprometendo todo o comércio mundial.

Para entender como uma crise em um setor específico afetou a economia como um todo, é necessário entender como as securitizadoras conseguiram fazer a ponte entre o mercado de hipotecas e o mercado de capitais, transferindo assim o risco dos empréstimos a diversos investidores pulverizados no mercado financeiro.

O gráfico abaixo mostra, de forma sistematizada, os esquemas que as instituições financeiras montaram para conseguir repassar esse créditos a terceiros. Em azul, estão demonstradas as operações originais de venda de títulos. Já as amarelas e vermelhas mostram operações em que são utilizados derivativos³ de créditos, ou seja, essas operações emitiam novos título de dívida cujos valores derivam de outros títulos de crédito baseados em *subprimes*.

³ Derivativos são contratos que derivam a maior parte de seu valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice. O ativo subjacente pode ser físico (café, ouro etc.) ou financeiro (ações, taxas de juros etc.), negociado no mercado à vista ou não (é possível construir um derivativo sobre outro derivativo). Os derivativos podem ser classificados em contratos a termo, contratos futuros, opções de compra e venda, operações de swaps, entre outros, cada qual com suas características. Os derivativos, em geral, são negociados sob a forma de contratos padronizados, isto é, previamente especificados (quantidade, qualidade, prazo de liquidação e forma de cotação do ativo-objeto sobre os quais se efetuam as negociações), em mercados organizados, com o fim de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidades para a realização de operações que viabilizem a transferência de risco das flutuações de preços de ativos e de variáveis macroeconômicas.



Fonte: Torres (2008)

O processo de securitização tinha início com a transferência de diferentes hipotecas para um único fundo de investimentos – o *mortgage pool*. Esse fundo, pintado de azul no gráfico acima, emitia *tranches* de diferentes classes, a depender da qualidade da hipoteca. Assim, de acordo com Torres (2008), cada *tranche* tinha uma taxa de retorno maior quanto maior fosse o risco que o seu cotista estivesse correndo. O tamanho de cada *tranche* e o seu respectivo risco-retorno eram calculados por modelos estatísticos e aprovados pelas agências de classificação de risco, como a Standard and Poor's e a Moody's. Assim:

Risky mortgages were pooled and sliced into a variety of tranches to meet the risk-return profile desired by investors. Senior tranches would be paid first; more junior, non-investment grade, tranches could be sold to hedge funds that would receive payments only if the senior securities were fully serviced. (WRAY, 2009, p.8).

Com esse processo de securitização, o risco vinha de baixo para cima. Assim, os detentores da parcela em vermelho chamada “*equity*” ou “*toxic waste*” eram os primeiros a assumir as perdas caso ocorresse inadimplência. Em troca disso, os

detentores dessas cotas recebiam o maior retorno. Caso os prejuízos viessem a ser maiores que o montante aportado como *Equity*, o excedente passava automaticamente a ser responsabilidade dos investidores da classe de risco seguinte, ou seja, a classe “B”, em amarelo, e assim sucessivamente. Os detentores das *tranches* AAA só seriam afetados se todas os demais cotistas sofressem perdas integrais. Em troca dessa segurança, esses detentores recebiam o menor retorno frente ao que era pago aos demais investidores. De acordo com Borça e Torres (2009), isto significava que, em vez de todos os títulos do fundo de hipotecas possuírem a mesma probabilidade de perdas, estas seriam alocadas na ordem inversa de senioridade (prioridade de recebimento).

Os bancos dividiam as cotas “A” em três tipos: “AAA”, “AA” e “A”. Esses três grupos eram vendidos diretamente no mercado aos clientes. As outras *tranches* de risco médio (“B”) e as de risco extremo (“Equity”) sofriam uma nova transformação antes de serem levadas ao mercado.

As cotas “B” de risco médio eram transferidas a um Fundo CDO, junto com outros títulos de dívida, derivativos e até mesmo outros investimentos imobiliários. Com isso, esperava-se realizar a máxima diluição do risco de cada hipoteca e, por sua vez, conseguir alcançar um nível superior à classificação de risco que das *tranches* que lhe deu origem. De fato:

Esperava-se produzir a máxima diluição do risco de cada hipoteca individualmente e, assim, obter uma carteira que, por sua distribuição estatística, alcançasse melhores classificações de risco comparativamente às dos títulos que lhe deram origem. (BORÇA; TORRES, 2009, p.142).

Depois desse novo agrupamento, o CDO emitia novas *tranches*, no mesmo molde do fundo de hipotecas. A grande mágica desse procedimento era que os bancos conseguiam das agências de classificação de risco níveis superiores de *rating* dos ativos que constituíram o fundo. Dessa forma, de cada US\$ 1000 em cotas já existentes de risco “BBB” que eram incluídas na carteira de um CDO, eram criados US\$ 750 em títulos novos de classificação superior: “A”, “AA”, “AAA”.

Restava agora apenas o que fazer com a *tranche* de pior risco – o Equity. De acordo com Torres (2008), essas cotas eram resíduos necessariamente produzidos em cada uma das etapas do processo de “transformação” financeira. Assim, era

preciso criar uma forma barata de financiar essas dívidas, sem comprometer o balanço dos bancos e das corretoras.

De fato, com o Acordo de Basileia, assinado em 1988 e revisado em 2004, os bancos deveriam manter reservas de capital equivalentes a 8% de seus empréstimos para garantir que se os empréstimos não fossem pagos as reservas serviriam como colchão para o banco assumir os prejuízos. A consequência do Acordo de Basileia foi a titularização e a securitização de créditos. Esse processo daria ao banco a possibilidade de juntar um grande número de empréstimos e criar uma obrigação que poderia ser vendida no mercado de capitais para investidores. Esse mecanismo permitiu aos bancos remover os empréstimos de seus registros, além de poder cobrar altas comissões na venda desses títulos. Em troca, o investidor que adquiria essa obrigação recebia o pagamento de juros dos devedores das hipotecas.

Assim, de acordo com Borça e Torres (2009), a solução encontrada para as *tranches* de maior risco foi a abertura de empresas específicas – as SIV – cujo único propósito era emitir *commercial papers* – títulos de curto prazo – utilizados para remunerar aplicações de caixa das empresas. O grande problema era que esses *commercial papers* tinham duração de 3 a 6 meses, enquanto as hipotecas que as SIV tinham em carteira tinham uma duração de décadas. O grande segredo dessa forma de estrutura era a possibilidade de combinar o risco e retorno elevados das hipotecas com a segurança e a baixa rentabilidade dos *commercial papers*. Para garantir a robustez dessas SIV, os próprios bancos concediam linhas de crédito para que estas pudessem superar dificuldades circunstanciais de liquidez. Dessa forma:

os bancos puderam não apenas ampliar seus níveis de alavancagem, contornando os limites impostos pelo Acordo da Basileia, como também transferir os riscos de crédito para os mercados de capitais e o patrimônio dos investidores. (BORÇA; TORRES, 2009, p. 144).

Portanto, foi permitido a essas instituições financeiras, por meio desses mecanismos, que originassem tais obrigações sem que isso acarretasse um piora de avaliação de seu balanço.

Todas essas transformações que as hipotecas sofriam até chegar a um comprador no mercado financeiro faziam com que os compradores não tivessem acesso completo aos dados dos empréstimos que estavam comprando, ainda que

indiretamente. De fato, as transformações eram realizadas em um nível tão complexo que era pura fantasia acreditar que os mercados poderiam de forma eficiente precificá-los. Ademais, em teoria, a função das agências avaliadoras era exatamente essa. Dessa forma, os compradores confiavam na aparente segurança que as agências avaliadoras de risco passavam ao mercado.

Entretanto, muitos agentes começaram a desconfiar da segurança desses títulos e decidiram apostar contra eles. De acordo com Wray (2011), o mais famoso *shorter* desses títulos MBS foi John Paulson, que, por meio do fundo *hedge* que administrava, solicitou ao Goldman Sachs a criação de CDO's tóxicos para que ele pudesse apostar contra. De acordo com a SEC, o Goldman ajudou o fundo de Paulson a aumentar a sua própria chance de sucesso permitindo que o próprio Paulson escolhesse a composição dos CDO's.

Em verdade, em uma dessas operações, apenas 5 meses após a escolha dos hipotecas que fariam parte do CDO, 84% foram rebaixadas de *rating*. Apostando contra elas, o Goldman e Paulson receberam em torno de \$ 5.7 bilhões por meio destes instrumentos que eles mesmos haviam criado. De fato, de acordo com Wray (2011), não era nenhum trabalho de gênio, pois, afinal, eles próprios escolhiam os títulos que iriam apostar contra. No fim, o Goldman chegou a intermediar 25 desses acordos, que totalizaram \$ 11 bilhões. O Goldman nunca chegou a falar a seus clientes que estavam comprando esses CDO's que a firma estava criando-os apenas para que Paulson pudesse apostar contra. De fato:

The truly surprising thing is that according to the SEC Goldman's customers actually met with Paulson as the deals were assembled—but Goldman never informed them that Paulson was the shorter of the CDOs they were buying! (WRAY, 2011, p.9).

Assim, a partir de 1970, no lugar de o mercado de hipotecas ter continuado como uma indústria regulada, ele passou a ser um mercado desregulado, sem a fiscalização devida por parte dos agentes governamentais, passando, aos poucos, a se tornar uma atividade especulativa. Essa fase Ponzi só iria acabar se a taxa de juros subisse ou se os preços dos imóveis parassem de subir. Porém, ambos os eventos eram eventualmente inevitáveis e parcialmente relacionados, tendo em vista que a partir do momento em que o Fed subisse as taxas de juros, a especulação diminuiria, atenuando o aumento de preços das propriedades e, conseqüentemente, aumentando

os spreads dos juros cobrados nos financiamentos. De acordo com Wray (2009), a partir do momento em que as perdas em subprimes começaram a exceder a experiência histórica, seus preços começaram a cair. Isso começou a ocorrer em meados de 2007 e se espalhou rapidamente para o mundo nos meses seguintes.

2.3 COMO A CRISE INCIADA NOS EUA SE ESPALHOU PELO MUNDO

O ponto de início da crise pode ser marcado pela desaceleração dos preços dos imóveis no mercado imobiliário. Por conta disso, passou a ser mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, conforme descrito nos itens anteriores. Essa impossibilidade de renegociar causou um aumento dos índices de inadimplência. De acordo com o *Le Monde Diplomatique* de setembro de 2007, 14% dos tomadores de empréstimo *subprime* tornaram-se inadimplentes no primeiro trimestre de 2007.

Esse acúmulo da inadimplência comprometeu não só as receitas das cotas *Equity* que faziam parte das SIV, como também uma parte das tranches “B” que faziam parte dos CDO. Diante da insegurança a respeito do tamanho das perdas, diversos investidores buscaram efetivar o resgate de suas cotas e, além disso, pararam de renovar suas aplicações em *commercial papers* das SIV. Essa situação deixou os bancos americanos e europeus expostos ao risco imobiliário, uma vez que estes bancos estavam concedendo diversas linhas de créditos para as SIV, o que, na prática, representava a transferências para essas instituições bancárias de parte dos prejuízos.

Como o tamanho da exposição dos bancos ainda não era claro, a insegurança que pairava no mercado fez com que as taxas interbancárias subissem. De acordo com Prates e Cunha (2009), esse sinal fez com que os bancos centrais intervissem, oferecendo liquidez a taxas mais baixas. Ainda que esta rápida resposta dos Bancos Centrais tenha impedido um colapso completo do mercado financeiro, os empréstimos interbancários permaneceram altamente ameaçados e, conseqüentemente, o crédito bancário para empresas comerciais e industriais, com balanços saudáveis e que nada tinham a ver com a história, foi reduzido substancialmente.

No início de dezembro, as agências classificadoras de risco internacionais reduziram o *rating* das SIV. Para evitar maiores perdas e manter os clientes, grandes bancos americanos decidiram se responsabilizar pelas dívidas de suas SIV,

explicitando o prejuízo. Apenas o Citigroup, informou que estava assumindo obrigação das SIV que havia criado na ordem de US\$ 49 bilhões.

Os vários anos de forte crescimento da economia dos EUA se encerraram no final de 2007. De acordo com Ernani (2011), em outubro de 2008, após a falência do Lehman Brothers, o crédito bancário se esgotou e o investimento caiu abruptamente. O impacto da crise se transmitiu ao redor do mundo.

De fato, o crescimento econômico da Europa antes da crise tinha sido fortemente dependente das exportações que eram realizadas para suprir a demanda dos EUA. De acordo com Prates e Cunha (2009), a queda da demanda americana, além do colapso do crédito comercial, levou a um declínio de 20% nas exportações europeias, com a Alemanha sendo particularmente afetada de forma mais intensa. Junto disso, assim como estava ocorrendo com os americanos, os europeus se viram diante de um forte redução na disponibilidade de crédito bancário, tendo em vista que diversos bancos estavam lidando com grandes perdas nos títulos imobiliários americanos. Como consequência, a produção econômica dos membros mais antigos da antiga União Europeia caiu 4,4% no último trimestre de 2008 e no primeiro trimestre de 2009.

Já na Europa Oriental e na região do Báltico a situação foi ainda mais grave. De fato, de acordo com Prates e Cunha (2009), muitos desses países tinham déficits de conta corrente, ou seja, precisavam de financiamento de recursos no mercado internacional de capitais. Com o aumento dos juros por conta da crise, este financiamento foi interrompido. Junto disso, muito desses países não conseguiram se beneficiar da proteção proporcionada pela zona do euro. Dessa forma, países como Hungria e Letônia tiveram que recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para conseguirem um empréstimo emergencial. Para atender as exigências do FMI, tiveram que introduzir diversos cortes de despesas públicas, afetando diretamente gasto com salários e pensões.

A crise financeira alcançou também países asiáticos como Japão e China, tendo em vista serem grandes exportadores de manufaturados para os EUA. De fato, de acordo com Prates e Cunha, apenas no Japão houve queda de aproximadamente 50% das exportações, afetando diretamente diversos pequenos exportadores de produtos semiacabados.

Por fim, a queda na produção industrial dos EUA causou uma diminuição na demanda por energia e outras matérias primas. De fato, de acordo com Evans (2011),

essa queda na demanda contribuiu para uma diminuição dos preços das *commodities* no mercado internacional. Assim, exportadores de petróleo como Rússia, países do Oriente Médio e Venezuela, tiveram uma queda acentuada em suas receitas. Da mesma forma, países exportadores de produtos agrícolas e minerais da América Latina e África foram diretamente afetados.

2.4 A REAÇÃO DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS DO MUNDO

A crise financeira do *subprime* foi um dos assuntos mais destacados no cenário econômico internacional no ano de 2007. De fato, ao longo de 2007 o mercado financeiro foi surpreendido em pelo menos duas oportunidades por notícias relacionadas ao financiamento imobiliário e a dimensão e concentração dos prejuízos que bancos e fundos de investimento estavam sofrendo. A primeira delas foi a falência em abril de 2007 da New Century Financial Corporation – o segundo maior credor de hipotecas do tipo *subprime* dos Estados Unidos. Outro evento que repercutiu nos mercados financeiros foi a suspensão de resgate de cotas de três grandes fundos imobiliários sobre a administração do BNP – Paribas em 9 de agosto de 2007.

Em um primeiro momento, em meados de maio de 2007, o FED ainda se mostrava confiante que o efeito dos problemas no segmento *subprime* seriam limitados, não causando consequências significativas para o resto da economia e do sistema financeiro. De fato, em uma reunião de bancos, Bernanke afirmou:

(...) we believe the effects of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or the financial system.

Entretanto, a partir de agosto, o FED passou a demonstrar maior preocupação com a situação, alertando que a crise do *subprime* levou os investidores a acreditar que o risco de crédito poderia ser maior e mais difundido do que se acreditava anteriormente.

Tendo em vista esses acontecimentos, a partir da metade de 2007, diversos investidores passam a se desfazer de suas posições em créditos hipotecários. Nos mercados interbancários, as taxas de juros de curto prazo começam a subir, demonstrando que os bancos estavam receosos em realizar empréstimos de curto

prazo entre si. A fim de evitar que a crise assumisse proporções maiores, diversos bancos centrais começam a intervir injetando liquidez nas instituições financeiras.

Em janeiro de 2008, os EUA passam a utilizar de estratégias fiscais para tentar salvar sua economia de uma crise. De fato, de acordo com Ernani (2011), os congressistas americanos aprovaram um pacote de US\$ 152 bilhões com o fim de conceder isenção de impostos para indivíduos e empresas. Além disso, o governo americano aprovou o investimento de mais de US\$ 140 bilhões em infraestrutura, energia e bens e serviços.

A crise continuou se estendendo ao longo dos meses seguintes. Em março de 2008, com a iminente falência do Bear Stearns, quinto maior banco de investimento dos Estados Unidos, o FED, em uma decisão apressada tomada ao longo de um fim de semana, estendeu uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões para que o JP Morgan Chase pudesse realizar a aquisição do Bear Stearns, afastando, temporariamente, expectativas mais pessimistas sobre a crise.

Em meados de maio de 2008, com o anúncio de crescimento de 0,9% do PIB americano no primeiro trimestre, diversas importantes figuras, como Henry Paulson – Secretário do Tesouro – e Paul Krugman, sentiram-se confortáveis em afirmar que o pior da crise já havia passado. De fato, em uma matéria de julho de 2008, no jornal *The New York Times*, Paul Krugman afirmou:

The storm over these particular lenders is overblown. Fannie and Freddie probably will need a government rescue. But since it's already clear that that rescue will take place, their problems won't take down the economy.

De fato, os problemas de liquidez alcançaram as principais agências privadas garantidas pelo governo norte-americano: a Fannie Mae e Freddie Mac, que juntas administravam cerca de US\$ 5 trilhões (40% do total do mercado de hipotecas dos EUA). As duas agências receberam também injeção de liquidez por parte do Tesouro Americano na ordem de US\$ 200 bilhões, apesar de serem privadas e negociadas na bolsa de valores.

O socorro do Tesouro Americano às duas empresas não foi bem recebido pelo mercado e o prêmio de risco das duas instituições ainda estava em patamares elevados. Assim, as autoridades americanas decidiram assumir o controle das duas agências, ou seja, na prática tornaram-se estatais.

Nesse mesmo mês, ocorreu o mais emblemático acontecimento da crise do *subprime*: o pedido de concordata do Lehman Brothers junto a Corte de Falências de Nova York. O pedido ocorreu após a negativa do governo americano em oferecer respaldo financeiro a uma possível operação de venda da instituição. De acordo com Ernani (2011), essa negativa agravou profundamente a crise, gerando um forte pânico nos mercados globais. A concessão de crédito diminuiu drasticamente e mesmo empresas saudáveis viram-se em dificuldade na obtenção de novos recursos.

Nos mercados globais cresceu a preocupação e a desconfiança com a solvência do sistema bancário americano e as consequências que isso acarretaria a real economia.

No dia seguinte, o governo americano, adotando uma postura totalmente diferente daquela adotada com o Lehman, concedeu um empréstimo de US\$ 85 bilhões a maior companhia de seguros dos EUA – a *American Interegional Group (AIG)* – tendo em vista a sua necessidade de liquidez. A modificação de postura em relação ao caso do Lehman Brothers se deu por conta dos possíveis efeitos da falência da AIG no já ferido sistema financeiro americano.

Diante do agravamento da crise, as autoridades americanas prepararam um pacote de socorro na ordem de US\$ 700 bilhões, cerca de 3% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2009 e 2010, a ser utilizado na compra dos ativos imobiliários “podres” que constavam nos balanços de diversas instituições financeiras. De fato, de acordo com Prates e Cunha (2009), esse pacote, além de limpar os balanços das instituições, era uma forma também de o governo realizar aportes de capital, criando assim alguma margem de manobra para os bancos. Mesmo com a aprovação desse pacote sem precedentes pela Câmara e pelo Senado (ainda que com algumas modificações), os efeitos esperados das medidas não se concretizaram, e os mercados ao redor do mundo voltaram a apresentar turbulências, com quedas recordes nas principais bolsas de valores do mundo.

De acordo com Evans (2011), na primavera de 2010, a Grécia, apesar de fazer parte da zona do euro, só conseguiu efetivar empréstimos a taxa duas vezes maiores do que as pagas pela Alemanha, além de ter sido forçada a buscar apoio do FMI e de outros países da zona do euro, a fim de evitar um *default*. Tendo em vista que situação parecida a da Grécia poderia ocorrer a outros países da zona do euro, foi criado um fundo sem precedentes de € 440 bilhões para prestar apoio aos países membros. De acordo com Evans (2011), este montante fazia parte de um pacote maior de € 750

bilhões e incluía um adicional de € 60 bilhões a serem utilizados no apoio a balança de pagamentos dos países membros, além de € 250 bilhões a serem disponibilizados pelo FMI. Como consequência desse apoio, países como Portugal, Espanha e Irlanda tiveram que diminuir drasticamente os seus gastos públicos.

De acordo com Evans (2011), a fim de dar um fim a crise, os principais Bancos Centrais do mundo decidiram adotar medidas conjuntas de enfrentamento buscando por um fim a deterioração das expectativas de mercado. Foi feito um corte conjunto de 0,5 p.p. na taxa básica de juros e elaborado um plano de ação pelas principais economias do mundo afim de se realizar injeções amplas de liquidez nos mercados de crédito. Nos Estados Unidos, o FED criou uma linha de crédito para que pudessem ser comprados diretamente *comercial papers* das empresas americanas, visando garantir assim, a continuidade de suas operações rotineiras de capital de giro. A atuação do governo americano na crise foi sem precedentes. De fato:

As of January 2009, U.S. financial institutions had written off \$1 trillion of bad assets. The Treasury had injected nearly \$400 billion of “bail-out” funds either through asset purchases, by taking non-voting equity shares, and by subsidizing mergers. The Fed’s balance sheet had expanded to nearly \$2 trillion as it lent reserves to U.S. banks and to foreign central banks. Even the most conventional projections expect at least another \$1 trillion of bank write-downs. (WRAY, 2009, p.10).

Dessa vez, essa ação global surtiu efeito e conseguiu conter em parte a deterioração das expectativas dos mercados financeiros globais. Usando de instrumentos keynesianos, o governo dos Estados Unidos e todos os governos das maiores economias do mundo agiram em prol da liquidez e da solvência de seus mercados como um todo, revertendo o quadro recessivo que havia tomado forma.

Apesar disso, é necessário que os governos adotem medidas preventivas a fim de que crises dessa magnitude não ocorram novamente. De acordo com Wray (2011), cabe aos agentes reguladores dos mercados diminuir o papel que os mercados financeiros possuem na economia, pois o problema que provocou a crise de 2008 não está confinado aos subprimes ou ao comportamento irracional dos agentes. Na verdade, trata-se de um problema sistêmico resultado da noção que os mercados podem se autorregular de maneira eficiente, baseado apenas em modelos

econômicos complexos elaborados pelos próprios agentes privados. Como se viu, essas pressuposições se mostraram bastante erradas.

A Crise de 2008 mostrou convincentemente o fracasso do modelo “neoliberal”, promotor de desregulamentações, redução de supervisão estatal, promoção de privatizações e consolidação do poder de mercado nas mãos dos agentes atuantes nos mercados financeiros. De fato, esse modelo mostrou-se problemático, tendo em vista que os Estados Unidos encaram recordes de desigualdade social, além da diminuição do poder econômico da classe média, crises no sistema de saúde e outros problemas sociais.

Portanto, é necessário retornar a um modelo mais sensível, que promova um maior controle das instituições financeiras promovendo estabilidade ao invés de especulação. Junto disso, elaborar políticas de governo que busquem a promoção das classes mais baixas, por meio de aumento de salários e políticas de transferência de renda, para que, dessa forma, possa-se ter uma sociedade mais justa e igualitária.

3. OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA NA ECONOMIA BRASILEIRA

A crise na economia brasileira teve efeitos mais brandos comparado ao que ocorreu em outros países. Não houve uma recessão propriamente dita, apenas o produto interno deixou de subir como vinha subindo nos anos anteriores. A taxa de desemprego aumentou, mas não chegou a superar o patamar de 9% e, por fim, a taxa de inflação manteve-se dentro da meta ao longo do período de crise. Isso se deu em parte ao bom momento que a economia brasileira vinha passando ao longo dos dois governos Lula, além das medidas tomadas pelo governo para absorver os efeitos da crise financeira internacional.

De acordo com Teixeira e Pinto (2012), entre 2003 e 2010, o Brasil atravessou o maior ciclo de crescimento das últimas três décadas. O PIB cresceu 4,1% ao ano, quase o dobro do observado entre 1980 e 2002 (2,4% ao ano). Esse resultado favorável foi influenciado positivamente pelo contexto internacional. Em verdade, houve um crescimento mundial expressivo até a crise de 2008, com ampla liquidez dos mercados financeiros, além de uma elevação dos preços das *commodities*, o que ajudou o Brasil a gerar crescimento econômico sem gerar grandes desequilíbrios externos e internos. Por conta disso, em 2007, o crescimento do PIB brasileiro foi de 5,4%, mesmo com a crise internacional de setembro, que afetou diversos mercados desenvolvidos e em desenvolvimento.

3.1 UM PERFIL DA ECONOMIA BRASILEIRA ANTES DA ECLOSÃO DA CRISE DO SUBPRIME

Observando-se os anos anteriores a crise do *subprime*, nota-se que as contas externas brasileiras apresentaram resultados positivos nos dois governos Lula, baseado principalmente na elevação internacional dos preços das *commodities*. De fato:

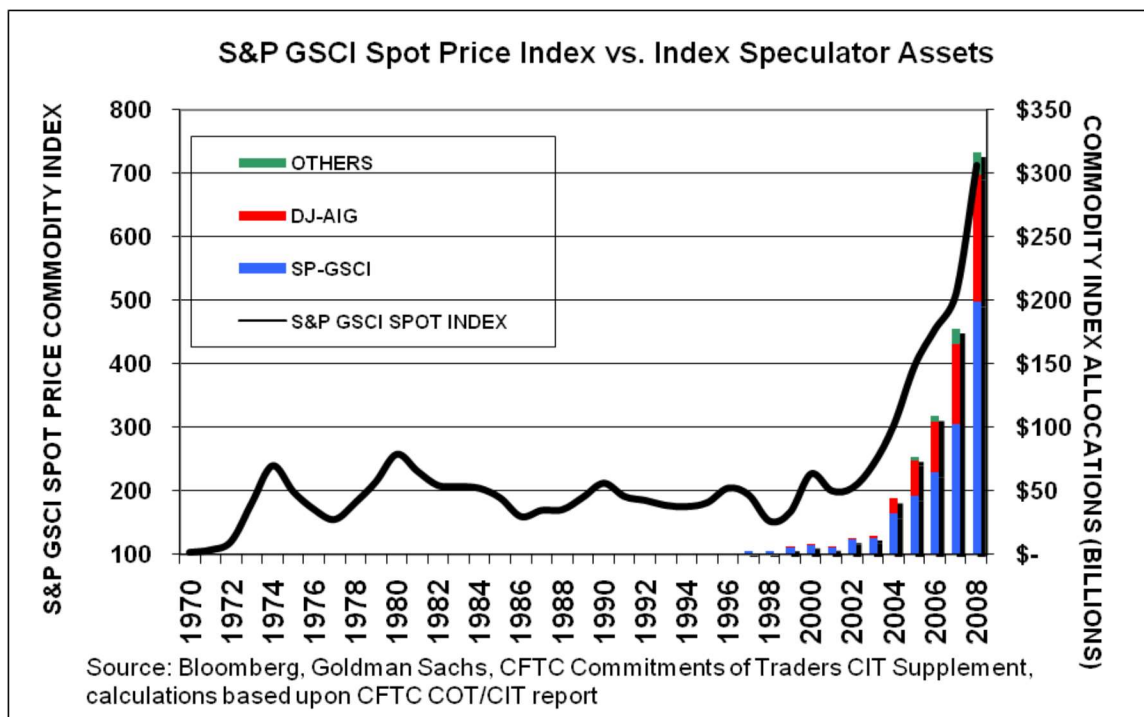
If we look at the current boom, there were eight commodities whose price rise equaled 500% or more: heating oil (1313%), nickel (1273%), crude oil (1205%), lead (870%), copper (606%), zinc (616%), tin (510%), and wheat (500%). (WRAY, 2009, p.12).

As causas para esse aumento expressivo podem ser buscadas em diversos locais. De acordo com os livros clássicos de economia, a causa estaria em um local entre o aumento da demanda e a existência de problemas na oferta. Apesar de terem ocorrido problemas na oferta de algumas commodities, nenhum foi relevante a ponto de provocar um aumento tão expressivo dos preços.

A outra principal explicação se baseia no rápido crescimento da China e da Índia. Apesar de terem tais crescimentos contribuído para o aumento dos preços, ainda não seriam suficientes para explicar toda a alta sofrida por diversas commodities ao longo do período. Wray (2009) sugere haver algo a mais que explicaria esse boom: a atuação de especuladores nos mercados futuros de commodities.

Após a quebra ocorrida na bolsa de valores americana nos anos 2000, diversos pesquisadores notaram que o preço das commodities não estava correlacionado com os retornos de ações e de títulos. Assim, afirmaram que a alocação de determinado percentual da carteira em commodities reduziria a volatilidade do portfólio, além de servir como proteção para a inflação. Como armazenar commodities gera um alto custo, os gestores de grandes fundos voltaram sua atenção para os índices futuros. Tais índices possuem datas de vencimento para que o seu detentor receba a commodities fisicamente. Entretanto os gestores não estavam interessados em recebê-las, assim, apenas rolavam os contratos para vencimentos posteriores.

De acordo com Wray (2009), a alocação média que esses gestores realizavam em seus portfólios em commodities girava em torno de 4 a 5%. Apesar de parecer um valor pequeno, o impacto nos preços dos contratos futuros era considerável. Em verdade, no gráfico abaixo está representado os preços spots do S&P GSCI index – que reflete o preço de 25 commodities básicas – junto com o fluxo de recursos aportados por gestores nos mercados futuros.



A correlação existente não pode ser ignorada. Conforme as alocações em índices futuros aumentam (barras azuis, vermelhas e verdes), o preço spot sobre vertiginosamente. Wray (2009) afirma que os especuladores levaram os preços das commodities a níveis recordes e que, diferentemente do que afirmam os livros, são os preços futuros que influenciam o mercado spot, e não o contrário. De fato:

In many cases, spot prices are determined directly by futures prices. Futures prices, in turn, are influenced by a variety of forces including attempts by buyers and sellers to hedge price risk, by traditional speculators to go short or long as they make guesses about price movements, and by index speculators diversifying portfolios into a new asset class— commodities. It is no coincidence that futures prices soared over the past four years as managed money flowed into markets—coming from pension funds, sovereign wealth funds, hedge funds, and banks (mostly European). This reinforced other factors that had been driving up prices, including rapid growth in China and India as well as some supply constraints and inventory manipulation. (WRAY, 2009, p.17).

Essa alta recorde dos preços contribui para o Brasil saldar empréstimos que possuía com o FMI, diminuindo assim o seu endividamento externo e passando a acumular reservas internacionais. Junto disso, o crescimento econômico na maior parte do mundo após os ataques terroristas de 11 de setembro e a alta liquidez com

que contavam os mercados financeiros internacionais também ajudaram o Brasil a melhorar as suas contas externas. De fato:

Parte dessa massa de capital-dinheiro deslocou-se para o Brasil em virtude da alta rentabilidade das aplicações em carteira (diferencial entre a taxa Selic e a internacional) e da recuperação rápida da atividade econômica com expansão do mercado interno, abrindo novos mercados rentáveis para investidores estrangeiros em um contexto internacional de estagnação econômica na Europa e nos Estados Unidos. (TEIXEIRA; PINTO, 2012, p. 924).

Todos esses fatores permitiram ao Brasil passar de devedor externo a credor. De fato, de acordo com Teixeira e Pinto (2012), em dezembro de 2006 o setor público passou a ser credor externo em R\$ 27,8 bilhões, saldo que foi ampliado até 2010 para R\$ 359,7 bilhões. Apesar de os superávits brasileiros ao longo dos anos de governo Lula não terem sido pequenos, a manutenção de elevadas taxa de juros causou um aumento da dívida líquida e, conseqüentemente, aumento dos custos fiscais.

Em verdade, a taxa de juros mantida em patamar elevado ao longo dos governos Lula provocou a valorização do real e implicou diretamente no barateamento dos produtos importados e na diminuição dos ganhos dos exportadores. Apesar de a valorização cambial impactar negativamente o ganho dos setores exportadores, o aumento dos preços internacionais das *commodities* mais que compensou essas perdas. De fato, as exportações se elevaram de maneira considerável e atingiram o nível de US\$ 137 bilhões em 2006.

Junto disso, o governo realizou diversas políticas de distribuição de renda, como o programa Fome Zero, que assegura o direito a uma alimentação adequada a famílias com dificuldade de acesso a alimentos básicos, além do Bolsa Família, que concedia um benefício mensal de R\$ 140 as famílias mais necessitadas. Dessa forma, com a expansão das transferências às pessoas por meio de programas assistenciais e com um aumento do crédito as pessoas físicas, o governo deu base para o aumento da demanda interna do país. Junto disso, as universidades públicas foram fortalecidas e, inclusive, novas universidades federais foram abertas. Houve a criação do PROUNI – Programa Universidade para Todos – com o objetivo de conceder bolsas de estudos parciais e integrais a estudantes para que realizasse sua graduação em uma

universidade privada, sendo esses um dos principais programas da área social realizados pelo governo.

Em relação aos investimentos, no primeiro mandato ele se deu por meio da administração pública e por meio das estatais, em especial a Petrobrás. Já no segundo mandato, o governo criou o PAC – Programa de Aceleração do Crescimento – para realizar ainda mais investimentos em áreas estratégicas, como infraestrutura, energia e logística. Essas medidas ajudaram a fortalecer ainda mais a demanda interna, proporcionando que a taxa de desemprego, a partir de 2004, começasse a cair, saindo do patamar de 9% e indo para o nível de 7,8% em 2007. No que diz respeito à inflação, o governo, por meio do CMN – Conselho Monetário Nacional – conseguiu manter as taxas dentro dos intervalos de tolerância das metas, ficando, em alguns anos, inclusive abaixo da meta estabelecida.

Dessa forma, o governo, por meio de transferências de recursos às famílias, aumento dos investimentos e aumento do crédito conseguiu dar base para um aumento da demanda interna do país e, conseqüentemente, do seu produto interno, além de conseguir diminuir o desemprego e manter a inflação controlada. Esse cenário favorável em que se encontrava a economia brasileira contribuiu para que o Brasil conseguisse reagir rapidamente à crise, com impactos negativos bem menos marcantes que em outros países.

3.2 CANAIS PELOS QUAIS A CRISE CHEGOU AO BRASIL

O efeito da crise ocorrida em meados de 2007 nos Estados Unidos atingiu diversas economias emergentes por meio de vários canais de transmissão. De fato, de acordo com Prates e Cunha (2009), tais canais envolviam tanto a conta corrente, por meio da queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial, como também a conta financeira, já que passou a haver menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração de empréstimos bancários.

No caso do Brasil, a economia brasileira que vinha experimentando uma sequência de aumentos do PIB acabou sendo atingida mais pelos canais financeiros do que pelos canais que envolviam a conta corrente. De fato, de acordo com Paula (2008), no caso do setor bancário, os efeitos da crise financeira se fizeram sentir

inicialmente pelas dificuldades de obtenção de fundos no mercado financeiro internacional.

Apesar do peso de tais recursos ser relativamente pequeno sobre o *funding* dos bancos, essa diminuição aliada a deterioração das expectativas causadas pela gravidade da crise em outros países, além da dificuldade que vinham sofrendo as empresas exportadoras por elevadas perdas no mercado de derivativos foi suficiente para dar início em uma crise de liquidez no setor bancário brasileiro, resultando em uma situação denominada de “empoçamento da liquidez”. Apesar de preocupante, a situação dos bancos brasileiros era muito melhor que a dos bancos americanos e europeus envolvidos diretamente na crise do subprime. É importante ressaltar a diferença entre uma crise de insolvência (ocorrida nos EUA) e uma crise de liquidez (ocorrida no Brasil). De fato:

uma crise de insolvência ocorre quando há bancos cujos ativos disponíveis a preços de mercado são incapazes de cobrir as obrigações com terceiros (depositantes, por exemplo), o que pode levar a descapitalização do banco (...) E, como se sabe, bancos dependem crucialmente da confiança de seus clientes – de tal forma de uma crise de uma instituição de grande porte (como o Lehman Brothers) pode acabar contaminando outras instituições financeiras. (PAULA, 2008, p.2).

Já a crise de liquidez, como a ocorrida no Brasil:

refere-se a uma situação em que o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir prontamente uma maior demanda por recursos por parte de seus clientes. (PAULA, 2008, p.3).

Dessa forma, com a redução da liquidez dos bancos brasileiros, houve uma diminuição da oferta de crédito ao mercado interno em geral. Em verdade, houve uma seletividade maior na concessão de empréstimos, além de terem os bancos aumentado o *turn-over* dos seus ativos, ou seja, os bancos reduziram o prazo médio de seus empréstimos. Para amenizar o impacto dessa crise de liquidez, o governo adotou diversas medidas, que serão detalhadas a seguir. Vale ressaltar que diversos outros países em desenvolvimento também foram atingidos pela crise, tendo em vista que no período de 2003 a 2008, as economias emergentes passaram a ter uma

participação maior nos fluxos de comércio e na determinação do ritmo de expansão global. De fato:

economias emergentes, como China, Índia, Rússia, Brasil, dentre outras, passaram a ter um peso na renda mundial, nos fluxos de comércio e na determinação do ritmo de expansão geral equivalentes ou superiores aos das economias centrais. (PRATES; CUNHA, 2009, p.3).

Se, por um lado, as economias emergentes passaram a ter um peso maior na economia mundial, isso não significava que a economia estadunidense tinha deixado de ser a principal fonte de dinamismo das redes globalizadas de produção. De fato, o crédito em abundância e a taxas de juros baixas permitiam a ampliação da oferta de manufaturas a preços baixos. Junto disso, houve uma parceria muito importante com a China, que passou a ser uma fonte de demanda muito forte. Em verdade:

A forte alta dos preços das commodities não se traduziu em inflação, pelo menos até meados de 2007, pois a China, responsável última por aquele movimento, garantia a manutenção de preços de manufaturas em níveis estáveis ou cadentes. O aparente milagre do crescimento acelerado e espraiado, com inflação baixa, tem na China uma explicação fundamental. (PRATES; CUNHA, 2009, p.3).

Dessa forma, momentos antes da crise eclodir, o Brasil tinha uma situação externa favorável, que tornavam o país aparentemente imune a crise. De acordo com Prates e Cunha (2009), essa suposta imunidade, ao lado de vínculos comerciais cada vez maiores com a China e a Índia, levou vários analistas a defenderem a tese do “descolamento” (*decoupling*), que afirmava que países como o Brasil seriam capazes de sustentar seu dinamismo econômico com sucesso após a eclosão da crise. Entretanto, como se verá a seguir, essa tese não foi confirmada pelos fatos.

3.3 IMPACTOS DA CRISE NA ECONOMIA BRASILEIRA

Com a eclosão da crise financeira do *subprime* nos Estados Unidos, os impactos foram sentidos na economia brasileira por meio de queda no consumo de bens duráveis e diminuição nos investimentos produtivos que vinham sendo realizados. Além disso, a queda dos preços internacionais das *commodities* reduziram

a quantidade exportada. Junto disso, com a diminuição da liquidez internacional, diversas multinacionais decidiram repatriar seus lucros. Esses dois fatos contribuíram para uma desvalorização cambial, que rapidamente traria consequências inflacionárias para a economia.

Já no sistema financeiro, com o aumento da aversão ao risco e a preferência pela liquidez dos investidores como um todo, os bancos brasileiros foram levados a diminuir o crédito, atingindo diretamente empresas e consumidores, provocando reduções na demanda agregada e, conseqüentemente, uma desaceleração econômica. Além disso, a situação de algumas empresas foi agravada pelas relevantes perdas com derivativos de câmbio, pois, anteriormente, tais empresas tomaram empréstimos vinculados a operações em derivativos de dólar, obtendo assim dos bancos uma taxa mais competitiva. De fato, as perdas relacionadas à valorização do dólar atingiram grandes empresas nacionais, como a Sadia (perdas de R\$ 760 milhões) e a Votorantim (perdas de R\$ 2,2 bilhões).

Estima-se que o número de empresas em situação semelhante passou de 200. A demanda dessas empresas por dólares fortaleceu ainda mais a valorização da moeda. Entretanto, os efeitos dessa valorização foram mitigados pela atuação do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado de *swaps* cambiais. Antes da crise, o BCB havia constituído uma posição em *swaps* cambiais reversos, nos quais estava comprado em moeda estrangeira, avaliada em US\$ 23,4 bilhões em junho de 2008. De acordo com Mesquita e Torós (2010, p. 11):

os problemas do setor corporativo não financeiro com derivativos cambiais causaram forte assimetria no mercado futuro de dólares, que, inevitavelmente, se transmitia também ao mercado de pronto. Nessas circunstâncias, o BC passou a reduzir a rolagem dos *swaps* reversos e, a partir de início de outubro, voltou a oferecer *swaps* tradicionais, nos quais assume posição passiva em dólares, oferecendo hedge aos compradores.

Dessa forma, a economia brasileira sofreu uma redução de 2,9% do PIB no último trimestre de 2008, tendo sido impactado em maior medida o setor industrial e, conseqüentemente, o mercado de trabalho. De fato:

Nos meses de novembro e dezembro de 2008 a produção da indústria de transformação registrou uma queda acumulada de 28%. A capacidade

instalada na indústria de transformação declinou de 84% em setembro de 2008 para 76% em janeiro de 2009 – uma queda de quase 10%. Os impactos da crise também foram sentidos no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego aberto tendo alcançado 9% em março de 2009. (ARAUJO; GENTIL, 2011, p.11).

Apesar de no primeiro trimestre de 2009 o Brasil ter registrado queda de 0,9% no PIB, a trajetória de crescimento foi retomada no trimestre seguinte, tendo em vista uma recuperação da indústria e a melhora das taxas de desemprego. O principal motivo a esse efeito reduzido da crise foi o conjunto de medidas anticíclicas de caráter keynesiano que foram adotadas pelo governo brasileiro a partir da eclosão da crise, que permitiram garantir a manutenção do consumo do governo e das famílias, compensando os efeitos negativos da queda do investimento privado e da demanda externa.

4. REAÇÃO DO GOVERNO: AS MEDIDAS ANTICÍCLICAS DE CARÁTER KEYNESIANO QUE FORAM ADOTADAS

No início de 2008, quando a crise ainda estava chegando propriamente ao Brasil, o Banco Central vinha adotando uma política monetária de forma a cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Isso significa que as decisões a respeito da taxa básica de juros eram tomadas com base no cenário econômico e inflacionário delineados pela autoridade monetária.

No início de 2008, o cenário era de alta elevação dos preços dos núcleos dos alimentos, tendo em vista o aumento do preço das *commodities* no mercado internacional. Isso estava levando o IPCA para um valor acima da meta estabelecida pelo CMN. Por conta disso, a autoridade monetária começou um ciclo de aperto monetário, ou seja, de aumento da taxa de juros, com o objetivo de fazer o IPCA voltar para o centro da meta, apesar do cenário internacional indicar perspectivas pessimistas para a economia ao longo do ano de 2008. Por conta disso:

Em quatro reuniões consecutivas, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a meta da Selic, que saltou de 11,25% a.a. no início de abril para 13,75% a.a. em 10 de setembro. O último aumento da taxa básica de juros ocorreu, portanto, em meio à intensificação das turbulências nos mercados financeiros internacionais e ao movimento de intensa deflação nos preços internacionais das commodities agrícolas e do petróleo. (FREITAS, 2009, p.10).

Essas medidas contracionistas, tomadas em um cenário de risco por conta da crise internacional que vinha se iniciando, foram justificadas pelas autoridades monetárias por conta da aceleração do PIB nos dois primeiros trimestres do ano, além do crescimento expressivo da formação bruta de capital fixo e da produção industrial. De fato, dada a evolução do consumo das famílias, a expansão da produção de bens de capitais e bens duráveis vinham crescendo a uma taxa de dois dígitos nos períodos anteriores à crise. Além disso, existia o argumento de que o Banco Central acreditava firmemente na tese do “descolamento das economias emergentes”, abordada anteriormente. De fato, a visão conservadora do BC, aliada ao seu apego à estabilidade de preços em regime institucional de metas de inflação pouco flexíveis, contribuiu para a realização desses aumentos na Selic, mesmo com a economia

mundial indicando períodos turbulentos pela frente. Em verdade, as iniciativas do BC buscaram se ajustar as condições de mercado, porém dando importância maior a certos princípios básicos:

O primeiro foi evitar que a gestão da crise comprometesse o regime da política vigente nos últimos dez anos, e que tem se mostrado muito bem sucedido, qual seja manter a política monetária voltada para promover a convergência da inflação à trajetória de metas, e a flutuação cambial. O segundo foi minimizar a exposição do BC, e, por conseguinte, do setor público, a repercussões financeiras de eventuais decisões equivocadas adotadas pelo setor privado. O terceiro foi evitar recompensar a assunção exagerada de riscos pelo setor privado, o que elevaria o risco moral no sistema. (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.9).

Entretanto, essas justificativas para o aumento da Selic não eram consideradas adequadas por todos os agentes. De fato, alguns acreditavam que o BC havia errado duas vezes:

uma em insistir no diagnóstico de que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial, e a outra por não vislumbrar a gravidade da desaceleração do sistema financeiro e de deflação dos ativos. (FREITAS, 2009, p.11).

Tendo em vista que em 2008 predominava um cenário de aversão ao risco e de empoçamento da liquidez, a elevação da taxa Selic piorou ainda mais as condições de crédito para as empresas, levando, ainda mais, a economia brasileira em direção a recessão. De fato, a profunda diminuição do crédito bancário acentuada pelo aumento da Selic nesse primeiro momento da crise foi mais do que suficiente para reduzir a demanda interna e “ancorar as expectativas de inflação”, fazendo com que o IPCA desacelerasse e encerrasse o ano em 5,9%, abaixo do teto da meta. Essa ancoragem das expectativas inflacionárias deu liberdade ao BC para, nas reuniões seguintes, modificar a estratégia de política monetária, buscando a retomada da atividade econômica à medida que a crise financeira ia tomando proporções cada vez maiores.

4.1 A REDUÇÃO DA TAXA SELIC

O recuo das expectativas de inflação para 2009, a deterioração da economia global com o avanço da crise financeira, além dos indícios de redução da atividade doméstica fez com que o BC mudasse a sua estratégia de política monetária, saindo de uma política monetária contracionista e adotando, a partir do fim de 2008, uma estratégia expansionista. De fato, na última reunião de 2008, realizada em dezembro, o Copom decidiu pela manutenção da taxa em 13,75% a.a., avaliando que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da taxa de inflação estava diminuindo. O BC encerrou, dessa forma, uma sequência de altas e, por meio da ata, indicou ser possível um corte de juros na reunião seguinte, já no início de 2009:

Nesse contexto, tendo a maioria dos membros do Comitê discutido a possibilidade de reduzir a taxa básica de juros já nesta reunião, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, ainda manter a taxa Selic em 13,75% a.a., sem viés, neste momento. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação com vistas a definir tempestivamente os próximos passos de sua estratégia de política monetária. (Ata da 139ª Reunião do Copom, 2008).

Na primeira reunião realizada em 2009, nos dias 20 e 21 de janeiro, o Copom decidiu pela redução da taxa Selic ao patamar de 12,75% a.a., tendo em vista a redução das pressões inflacionárias, causadas pela redução na demanda doméstica. De fato:

Há sinais de que, depois de um longo período de expansão, a demanda doméstica teria passado a exercer influência contracionista sobre a atividade econômica, a despeito da persistência de fatores de estímulo, como o crescimento da renda. Adicionalmente, cabe registrar que as expectativas inflacionárias para 2009 mostraram recuo substancial desde a última reunião do Copom. (Ata da 140ª Reunião do Copom, 2009).

Nas reuniões seguintes, foram realizados sucessivos cortes, a fim de reverter o cenário de desaceleração econômica que o Brasil vinha passando. Portanto, na

reunião de 10 e 11 de março, tendo em vista a deterioração da confiança e das expectativas dos agentes, a queda na demanda e, conseqüentemente, o aumento da ociosidade dos fatores de produção, decidiu o Copom por realizar um novo corte:

O Comitê entende que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção. (...) o Copom decidiu, neste momento, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés, por unanimidade. (Ata da 141ª Reunião do Copom, 2009).

Na reunião seguinte, em abril de 2009, o Copom, pelas mesmas razões, decide reduzir novamente a Selic, agora para 10,25% a.a. Na reunião realizada em junho de 2009, tendo em vista não ter havido ainda a reação desejada, é realizado mais um corte, agora para 9,25% a.a. O último corte se deu em julho, quando a taxa Selic chegou a 8,75% a.a., entretanto esse último corte foi em magnitude menor que os outros, indicando o fim do ciclo:

Apesar de alguns membros do Comitê entenderem que haveria respaldo para a possibilidade de manter inalterada a taxa básica de juros já nesta reunião, houve consenso de que o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva central da inflação ainda justificaria estímulo monetário residual. (Ata da 144ª Reunião do Copom, 2009).

Além das medidas de caráter tipicamente monetário, o governo adotou medidas para buscar aumentar a liquidez dos bancos e também reforçou políticas fiscais que já estavam em curso antes mesmo da crise do *subprime*.

4.2 A FLEXIBILIZAÇÃO DO DEPÓSITO COMPULSÓRIO

Uma outra medida adotada pelo governo após a eclosão da crise foi a flexibilização do depósito compulsório. Com a disseminação da incerteza e a piora das expectativas, tratou-se de uma medida adequada, com o objetivo de fornecer mais liquidez aos bancos, permitindo que permanecessem com mais recursos em caixa e, conseqüentemente, com mais recursos disponíveis para serem emprestados as

empresas e as famílias, concedendo, assim, maior liquidez a economia como um todo. Observa-se que:

O volume de recolhimentos compulsórios superava R\$ 250 bilhões no período imediatamente anterior à crise. As simulações do volume exigível sob as regras pré-crise apontavam para um montante próximo a R\$ 295 bilhões no final de agosto de 2009, ante recolhimentos efetivos de R\$ 179 bilhões. As liberações chegaram, portanto, a cerca de R\$ 116 bilhões, ou 4% do PIB a preços de 2009, concentradas na exigibilidade adicional (que havia sido introduzida na crise de 2002), no montante de R\$ 42 bilhões, e nos recolhimentos sobre depósitos a prazo, no volume de R\$ 62 bilhões. (MESQUITA; TORÓS, 2010, p.14).

Ainda no que diz respeito a liquidez do setor financeiro, o Banco Central, em setembro de 2008, ampliou de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões a parcela deduzida do compulsório adicional sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança (esse valor foi sucessivamente elevado até alcançar a R\$ 1 bilhão). Em outubro de 2008, agora por meio da circular nº 3.408, o BC alterou as circulares anteriores que tratavam do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos a prazo e da exigibilidade adicional de depósitos. Em 13 de outubro, por meio da circular nº 3.410, houve a ampliação de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões do limite de isenção para o compulsório sobre depósitos a prazo aplicado na alíquota regular (15%). Além disso, por meio da circular nº 3.407, ocorreu a liberação de até 40% do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo para bancos que comprarem carteiras de crédito de bancos pequenos e médios (posteriormente aumentado para 70% por meio da circular nº 3.411 e com permissão de compra estendida para quotas de fundos de investimento).

Em 14 de outubro, a circular nº 3.413 reduziu a alíquota do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório incidente sobre os recursos à vista de 45% para 42%. De acordo com Paula (2008), houve também a criação de uma nova modalidade de redesconto de liquidez, tomando como garantias operações de crédito concedidas em moeda nacional (créditos classificados como AA, A e B) ou em moeda estrangeira (garantidos por títulos de dívida externa ou operações de crédito, como ACC) – ambos com prazo máximo de 360 dias, além de compra de ativos de bancos brasileiros pelo

Banco Central por tempo determinado e com compromisso de recompra por parte das instituições vendedoras de modo a não provocar redução nas reservas cambiais.

Essas medidas buscaram reduzir a constrição de liquidez e favorecer a retomada do crédito. Entretanto, na prática essas reduções tiveram poucos impactos, já que os bancos, mesmo com maior disponibilidade de recursos, preferiram manter a sua “preferência pela liquidez”, retendo recursos e diminuindo a quantidade de empréstimos ofertados.

4.3 AUMENTO DOS GASTOS PÚBLICOS, A DESONERAÇÃO DE IMPOSTOS E A REDUÇÃO DO SUPERÁVIT PRIMÁRIO

Mesmo com a eclosão da crise, o governo manteve os investimentos que estavam programados pela Petrobrás e pelo PAC. Não só isso, ampliou os investimentos realizados por meio da criação de mais dois programas: o “Minha Casa, Minha Vida” e o “Programa de Sustentação do Investimento”. Junto disso, o governo não retrocedeu na concessão de benefícios sociais e na concessão de reajustes ao salário-mínimo, preservando, dessa forma, o seu elevado nível de gasto público e ampliando o seu impacto sobre a manutenção do nível de crescimento da economia.

Além disso, o governo buscou manter a confiança do consumidor, adotando medidas para que o pânico de uma crise não se espalhasse por toda a economia e gerasse uma recessão. Criou, dessa forma, diversos subsídios fiscais, diminuiu alíquotas de tributos e aumentou a concessão de crédito às famílias, incentivando o empresário a manter a produção e o nível de emprego em patamares estáveis, além de incentivar as famílias a manterem o seu nível de consumo. De fato, o presidente Lula, em seu discurso ao fim de 2008, pede às famílias que:

não tenham medo de consumir com responsabilidade, (...) se você está querendo comprar uma geladeira, um fogão ou trocar de carro, não frustrar seu sonho, com medo do futuro. Porque, se você não comprar o comércio não vende. E se a loja não vender, não fará novas encomendas às fábricas. E aí, a fábrica produzirá menos, e a médio prazo, o seu emprego poderá estar em risco.

A fim de incentivar a manutenção de bens duráveis pelas famílias, o governo decidiu, em dezembro de 2008, reduzir as alíquotas do Imposto sobre Produtos

Industrializados (IPI), até março de 2009, referentes a venda de caminhões e veículos. A alíquota que estava em 7% para carros 1.0 passou para zero. Já carros com motor 1.4 a 2.0 *flex* tiveram a alíquota alterada de 11% para 6,5%. Já os carros com motor 1.4 a 2.0 à gasolina tiveram a alíquota diminuída de 13% para 6,5%. Essa medida teve um efeito direto no aumento das vendas de carros. De fato:

Para se ter uma ideia das medidas tomadas, em dezembro de 2008, pouco tempo após estourar a crise nos Estados Unidos, devido a um IPI menor, a venda de carros reagiu de forma significativa: passou de 180 mil carros em novembro para mais de 194 mil em dezembro, ainda mais sabendo-se que o ramo mantinha a medida de 240 mil vendas ao mês desde maio do mesmo ano. E não foi só isso: bateu-se o recorde de vendas de carros no Brasil, setor que teve queda nesse arranque de vendas só após o corte do benefício fiscal a esse setor. (REBÊLO, p.74, 2010).

Quando estava chegando à data do fim do benefício da redução do IPI, o governo decide por prorrogar a medida por mais três meses e, além disso, promover a expansão para outros setores. Em verdade, houve a aplicação do benefício para o setor de material de construção civil, setor chave para a manutenção do nível de emprego, além de incluir os caminhões e as caminhonetes na redução do IPI. Dessa forma, caminhões tiveram a alíquota reduzida de 5% para zero, e as caminhonetes de 8% para 1%.

Com o sucesso da medida, a atuação do governo com o objetivo de manter o consumo das famílias não ficou restrito a apenas veículos. Em abril de 2009, ocorreu a redução do IPI sobre diversos eletrodomésticos da linha branca: lavadoras, tanquinhos, geladeiras e fogões. A alíquota da lavadora passou de 20% para 10%, do tanquinho de 10% para zero, da geladeira de 15% para 5% e do fogão de 5% para zero. Essas diminuições representaram uma renúncia de R\$ 173 milhões no período para os cofres públicos.

No fim de 2008, o governo anunciou outra medida a fim de reduzir impostos. Foi reduzida a alíquota do Impostos sobre Operações Financeiras (IOF) de 3% para 1,5% para as pessoas físicas, representando uma renúncia de R\$ 2,5 bilhões aos cofres públicos. Houve outra redução de impostos por meio da criação da nova tabela do Imposto de Renda (IR), com a criação das alíquotas de 7,5% e 22,5%, representando uma renúncia de R\$ 4,9 bilhões no ano de 2009.

A Receita Federal divulgou em setembro de 2009 que as desonerações representaram, de janeiro a agosto de 2009, uma renúncia aproximada de R\$ 17,3 bilhões de receitas ao governo. Dessa forma, as medidas decorrentes da redução dos impostos e dos aumentos dos gastos públicos resultaram na redução do superávit primário da União, cuja proporção do PIB caiu de 2,45% para 1,29% de 2008 para 2009. Junto disso, observa-se que o déficit nominal da União em relação ao PIB cresceu de 0,69% para 3,44% em 2009.

4.4 O BNDES E O SEU PAPEL ANTICÍCLICO

Como abordado anteriormente, o crédito é uma mercadoria muito importante, tendo em vista que a sua disponibilidade afeta tanto o nível de atividade econômica, como, além disso, a distribuição de riqueza dentro de um país. Dessa forma, a disponibilidade de crédito torna-se fundamental para a realização de investimentos e, por consequência, da manutenção da trajetória de crescimento de determinada economia.

Tendo esses fatores em vista, a atuação do governo sobre o mercado de crédito é fundamental e bastante comum, ocorrendo tanto nas economias desenvolvidas como nas economias emergentes, mesmo que a participação ocorra de forma diferente em cada uma delas.

Um dos mecanismos utilizados pelos governos para atuar no mercado de crédito são os bancos de desenvolvimento. Essas instituições têm o foco de atuar no desenvolvimento da indústria e da infraestrutura do país, realizando investimentos estratégicos de longo prazo que, em muitos casos, não são vistos como interessantes pelos bancos privados, tendo em vista o risco elevado e o prazo muito estendido, além da necessidade de aplicação de grandes quantidades de recursos.

No Brasil, o BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento – foi uma instituição criada nos anos de 1950 com o objetivo de assegurar uma fonte estável para investimentos produtivos de longo prazo em moeda local, mesmo em período de recessão econômica, podendo atuar, dessa forma, de maneira anticíclica. De fato, uma das mais importantes consequências da sua institucionalização é a possibilidade de o banco poder atuar em períodos de elevada aversão ao risco por parte das instituições financeiras privadas.

Esse papel é desempenhado buscando oferecer suporte aos projetos industriais e de infraestrutura, promovendo a comercialização de máquinas e equipamentos, oferecendo apoio à exportação de equipamentos e serviços de engenharia, além de prestar suporte ao mercado financeiro por meio da atuação da BNDESPAR. Foi pensado como uma forma de estimular o investimento interno, além de apoiar diversas indústrias de bens de capital nacional. De fato:

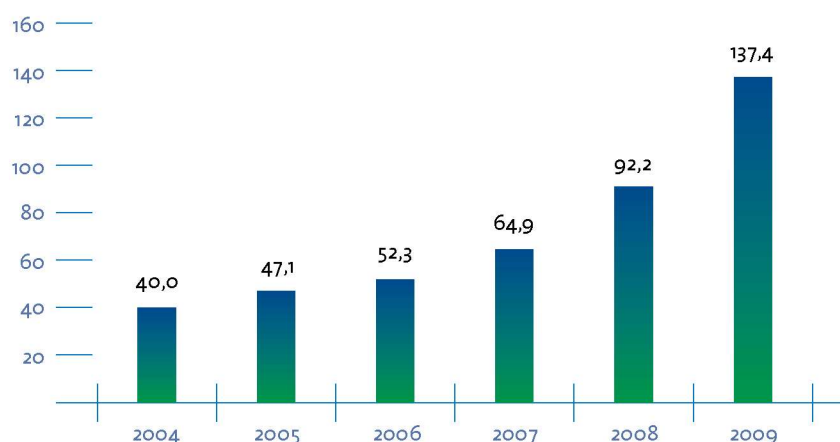
O desenvolvimento de importantes segmentos de máquinas e equipamentos – como ônibus, caminhões e tratores, por exemplo – é consequência do sucesso e da dimensão alcançada por esse mecanismo de direcionamento de crédito. As demais atividades desempenhadas pelo BNDES – financiamento de longo prazo a investimento e a exportações – são segmentos de mercado em que, em todo o mundo, o direcionamento do Estado normalmente se faz presente. (TORRES, 2007, p.6).

O função do BNDES se dá em conjunto com os bancos comerciais, de forma complementar, buscando sempre atuar em áreas ou segmentos estratégicos. A atuação do BNDES no período da eclosão da crise combinou um suporte aos projetos tradicionais junto com intervenções anticíclicas nos momentos em que o crédito privado sofreu forte retração. Essa atuação anticíclica do BNDES a um desafio conjuntural:

foi possível em função da amplitude de ferramentas do banco, da solidez patrimonial da instituição, que logrou possível a assunção adicional de risco, e da decisão do Tesouro Nacional em prover o banco dos recursos necessários para que não faltasse crédito aos interessados em investir no Brasil. (FERRAZ; LEAL; MARQUES; MITHERHOF, 2012, p.71).

Em verdade, houve uma forte atuação anticrise por parte da instituição. Como mostra o gráfico a seguir, os desembolsos realizados pelo BNDES atingiram o valor recorde de R\$ 137,4 bilhões em 2009:

DESEMBOLSOS DO BNDES – 2004-2009 (EM R\$ BILHÕES)



Fonte: BNDES.

De acordo com o Relatório Anual do BNDES referente ao ano de 2009, a indústria e a infraestrutura responderam por mais de 80% dos desembolsos realizados pelo banco no ano, com destaque para o segmento industrial.

Além disso, o governo federal, a fim de acionar as diversas ferramentas anticíclicas a sua disposição, tomou mais duas medidas no que diz respeito ao banco de desenvolvimento. Primeiro, criou o PSI – Programa de Sustentação do Investimento – e, posteriormente, criou um programa de apoio ao capital de giro para micro, pequenas e médias empresas.

O PSI consistiu em uma linha de financiamento para a aquisição de máquinas e equipamentos a um custo fixado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Essa medida atuou diretamente na manutenção dos níveis da formação bruta de capital fixo (FBCF) durante a crise do *subprime*. Ao final de 2009:

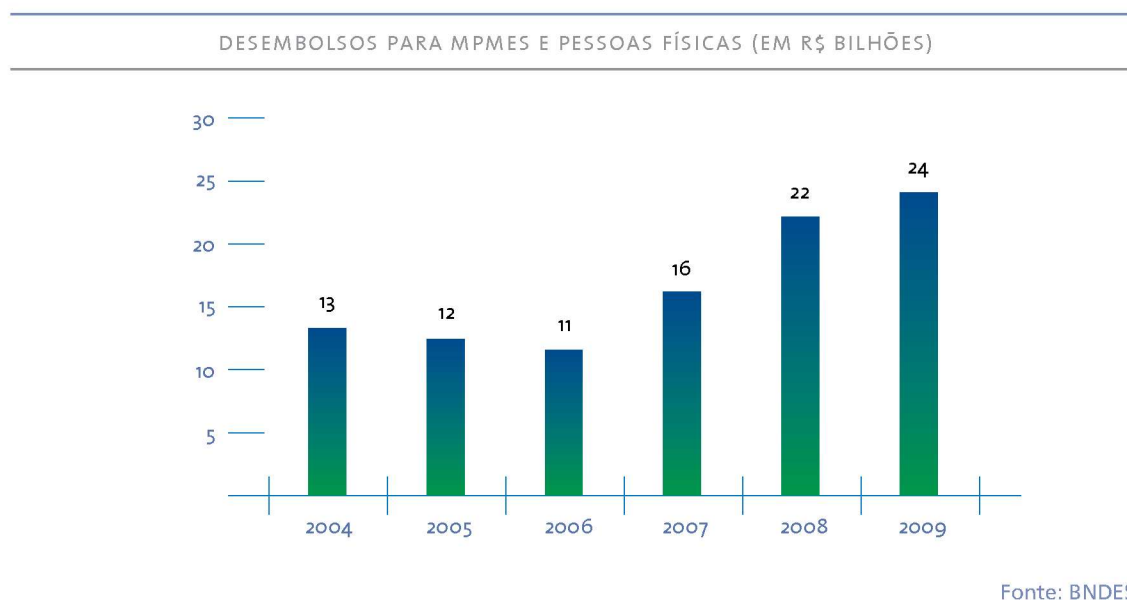
O estoque de carteira do Banco relativo ao PSI atingiu R\$ 37,1 bilhões, dos quais R\$ 0,3 bilhão para inovação, R\$ 8,7 bilhões para exportações e R\$ 28,1 bilhões para bens de capital. Mais de 75% do total da carteira foi destinado a segmento de máquinas e equipamentos, tanto no financiamento a ônibus e caminhão (R\$ 7,5 bilhões), quanto na aquisição de bens de capital (R\$ 20,6 bilhões) para vários segmentos. (Relatório Anual BNDES, p.91, 2009).

Já a segunda medida tomada – o fornecimento de crédito de curto prazo às empresas – extrapolou o tradicional papel de provedor de recursos de longo prazo do BNDES. De fato:

Tratava-se de programas de prazo mais curto e custo mais elevado do que as linhas usuais do banco e, adicionalmente, limitados pelo porte das empresas tomadoras e, no caso de alguns programas, direcionados a setores específicos. (FERRAZ; LEAL; MARQUES; MITHERHOF, 2012, p.73).

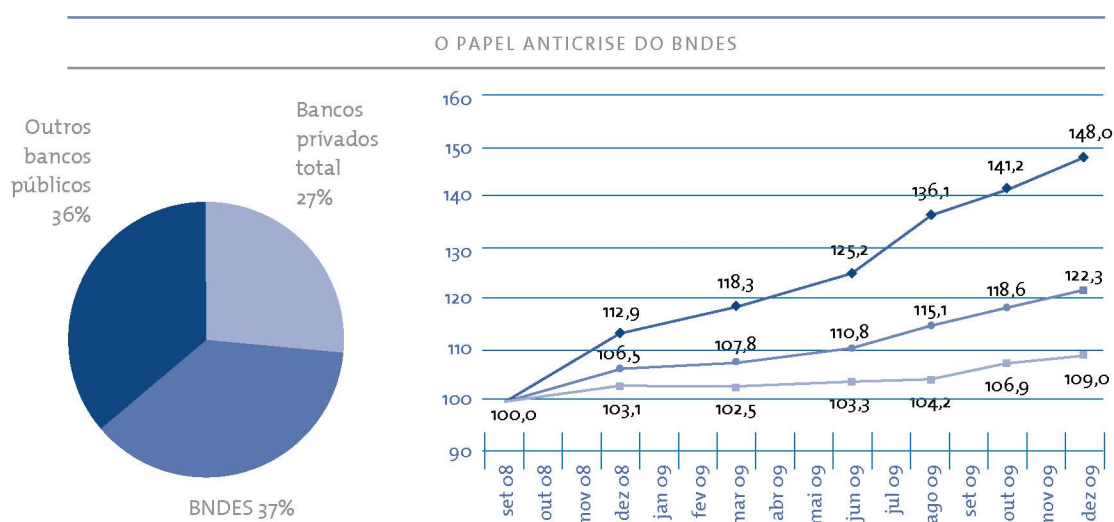
De acordo com o Relatório Anual BNDES referente ao ano 2009, os desembolsos realizados para micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) e pessoas físicas tiveram um aumento de 9,5% em 2009, totalizando R\$ 24 bilhões. Tal valor correspondeu a 18% das liberações do BNDES no ano de 2009. Dessa forma, houve um nítido movimento de ampliação do acesso ao crédito, por meio de aproximadamente 387 mil operações, mais que o dobro das realizadas em 2008.

Em verdade, conforme o gráfico abaixo, é possível notar o nítido aumento dos desembolsos para MPMEs e pessoas físicas no período de 2008 e 2009, auge da crise financeira internacional.



Essas duas medidas buscavam sinalizar a intenção do governo em destravar o crédito de curto prazo, que estava comprometido pelas instituições privadas, já que estas reduziram o seu volume de empréstimos. Além disso, buscava perseguir a

retomada do investimento, suavizando, assim, os efeitos da crise no Brasil. Portanto, nota-se que o BNDES foi um dos grandes responsáveis por sustentar a expansão do crédito bancário durante os anos de 2008 e 2009, auge da crise financeira. De fato, conforme se observa no gráfico abaixo, o crescimento acumulado das operações de crédito realizadas pelo BNDES, entre setembro de 2008 e dezembro de 2009, foi de 48%, valor bem maior que o valor referente aos bancos privados:



Fonte: Elaboração APE/BNDES com base em dados do Banco Central.

Dessa forma, podemos concluir que o BNDES, junto com outros bancos públicos, foi a instituição que mais contribuiu para expandir as operações de financiamento, sendo responsável por mais de um terço do aumento de 22% no crédito total da economia no período de setembro de 2008 a dezembro de 2009.

4.5 OS RESULTADOS DAS POLÍTICAS ADOTADAS

A economia brasileira apresentou, no ano de 2009, resultados positivos que surpreenderam até mesmo os economistas mais otimistas, tendo em vista o quadro mundial que se desenhava nos meses anteriores com a eclosão da crise do *subprime* e a falência do banco Lehman Brothers. De fato, as estimativas não se confirmaram e a recessão durou apenas dois trimestres. De acordo com Araujo e Gentil (2011), o Produto Interno Bruto (PIB) voltou a registrar crescimento positivo já no segundo trimestre de 2009, terminando o ano em -0,2%, a taxa de desocupação recuou para

7,4% em novembro e a inflação medida pelo IPCA foi de 4,31%, permanecendo dentro da meta estabelecida de 4,5%.

Dessa forma, a tendência de redução do capital estrangeiro no Brasil que prevaleceu até outubro de 2008 foi revertida. De fato, no final de novembro de 2008 os capitais estrangeiros começaram a retornar devido ao aumento da confiança dos investidores na economia brasileira, tendo em vista que o Brasil apresentava inflação controlada, dívida externa líquida negativa, dívida pública estável e, por fim, altas taxas de crescimento econômico. Esse comportamento dos investimentos, junto com a melhora dos níveis dos indicadores relacionados as expectativas empresariais, permitiu manter o ritmo de crescimento da produção e da utilização da capacidade instalada, contribuindo para o crescimento da economia.

Por fim, o dinamismo da demanda interna, por meio do consumo interno e dos investimentos, exerceu também contribuições positivas para o nível do produto interno. De fato, a manutenção dos níveis de consumo das famílias foi possível por conta da sustentação do nível de renda da população, através de programas assistências do governo e da relativa estabilidade do mercado de trabalho, além da desonerações fiscais realizadas pelo governo.

O período a partir de 2009 mostrou a resiliência do Brasil em persistir na trajetória de crescimento que vinha seguindo desde os anos anteriores a crise. Não apenas conseguiu abreviar os efeitos da crise na economia doméstica que atingiu o país no segundo semestre de 2008 e início de 2009, por meio de medidas anticíclicas de caráter keynesiano, como também reforçou a determinação do governo em utilizar todos os mecanismos disponíveis para priorizar o investimento de longo prazo e sustentar o crescimento do investimento, mostrando, assim, a importância da atuação governamental na regulação dos mercados.

CONCLUSÃO

A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, escrita por Keynes em 1936, foi uma obra que discordou da teoria clássica aceita à época. Propôs que, ao contrário do que os clássicos defendiam, a economia não seria capaz de se autorregular naturalmente. Dessa forma, para Keynes, não haveria nenhuma razão para acreditar que a economia teria uma tendência ao equilíbrio com pleno emprego. Ao contrário, as crises financeiras seriam recorrentes na economia, cabendo ao estado intervir nesses momentos de incerteza, evitando assim desperdício de recursos e uma distribuição de renda inaceitável.

Essa intervenção proposta por Keynes seria feita através da efetivação de déficit orçamentários pelo governo, com o objetivo de eliminar a carência de demanda efetiva da economia, garantindo assim que as máquinas ociosas voltassem a funcionar e que o nível de emprego fosse restabelecido, fazendo com que a economia entrasse novamente em uma espiral de crescimento econômico. Portanto, o ativismo do Estado seria um complemento indispensável ao bom funcionamento dos mercados, de forma a obter o máximo nível de emprego.

A intervenção do estado seria realizada por meio de políticas monetárias e fiscais expansionistas. No ponto de vista keynesiano, a política fiscal seria efetivada pelo aumento dos gastos públicos, em especial o aumento do nível de investimento, além de uma política de desoneração de impostos. Já a política monetária seria responsável por reduzir a taxa de juros, de forma a tornar os investimentos mais atrativos para o empresário. O aumento de gastos, apesar de gerar um déficit no orçamento do governo, seria temporário, ou seja, ocorreria apenas enquanto a economia não voltasse a seguir em uma espiral de crescimento. Além disso, os gastos efetivados em investimentos nesse período de recessão seriam recuperados com o passar do tempo, reestabelecendo assim o equilíbrio do orçamento do governo.

Observa-se que os estudos de Keynes buscavam estabelecer formas de recuperar a economia em períodos anticíclicos. Assim, após 30 anos utilizando-se de estratégias liberalizantes, diversos governos, por conta da crise do *subprime*, voltaram a adotar as políticas keynesianas como forma de saída para a recuperação das suas economias.

O ponto de início da crise pode ser marcado pela desaceleração dos preços dos imóveis no mercado imobiliário. Por conta disso, passou a ser mais difícil

renegociar as hipotecas *subprime*, o que causou um aumento dos índices de inadimplência. Diante da insegurança a respeito do tamanho das perdas, diversos investidores buscaram efetivar o resgate de suas cotas. Essa situação deixou os bancos americanos e europeus expostos ao risco imobiliário, uma vez que estes bancos estavam concedendo diversas linhas de créditos para as SIV, o que, na prática, representava a transferências para essas instituições bancárias de parte dos prejuízos.

Em um primeiro momento, em meados de maio de 2007, o FED ainda se mostrava confiante que o efeito dos problemas no segmento *subprime* seriam limitados. Entretanto, a partir de agosto, o FED passa a demonstrar maior preocupação com a situação. Além disso, nos mercados interbancários, as taxas de juros de curto prazo começam a subir, demonstrando que os bancos estavam receosos em realizar empréstimos de curto prazo entre si.

Em janeiro de 2008, os EUA passam a utilizar de estratégias fiscais para tentar salvar sua economia de uma crise, aprovando um pacote de US\$ 152 bilhões com o fim de conceder isenção de impostos e outro de mais de US\$ 140 bilhões para investimentos em infraestrutura, energia e bens e serviços. Com a iminente falência do Bear Stearns, o FED estende uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões para que o JP Morgan Chase realize a aquisição do Bear Stearns, afastando, temporariamente, expectativas mais pessimistas sobre a crise.

Entretanto, com o pedido de concordata do Lehman Brothers logo em seguida, ocorreu um agravamento da crise, gerando um forte pânico nos mercados globais. A concessão de crédito diminuiu drasticamente e mesmo empresas saudáveis viram-se em dificuldade na obtenção de novos recursos.

Diante do agravamento da crise, as autoridades americanas prepararam um pacote de socorro na ordem de US\$ 700 bilhões, cerca de 3% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2009 e 2010. Mesmo com a aprovação desse pacote sem precedentes pela Câmara e pelo Senado, os efeitos esperados das medidas não se concretizaram, e os mercados ao redor do mundo voltaram a apresentar turbulências, com quedas recordes nas principais bolsas de valores do mundo.

Com a eclosão da crise do *subprime*, os impactos foram sentidos na economia brasileira por meio da queda no consumo, diminuição dos investimentos privados e queda nas exportações. Apesar disso, o Brasil foi um dos países que se recuperaram mais rápido da crise, pois o governo federal adotou diversas medidas anticíclicas de

caráter keynesiano, impedindo que a economia brasileira tomasse o mesmo rumo das principais economias do mundo.

De fato, a principal premissa do pensamento keynesiano perante um ciclo recessivo é adotar política anticíclicas, tanto monetárias, quanto fiscais. No Brasil, as principais políticas monetárias adotadas foram a redução da taxa Selic e a redução do depósito compulsório. No que diz respeito as políticas fiscais, as principais medidas adotadas pelo governo foram a desoneração do Imposto sobre Produtos Industriais para bens de consumo duráveis (automóveis, materiais de construção, geladeira, fogão, tanquinho etc.) junto com medidas que visavam aumento dos gastos públicos, como a criação do programa “Minha Casa, Minha Vida” e do “Programa de Sustentação do Investimento”.

Com essas medidas, o governo conseguiu aumentar o nível da demanda doméstica, produzindo um efeito multiplicador na economia, incentivando o investimento por parte dos empresários e o consumo por parte das famílias. Portanto, pode-se concluir que o governo, ao adotar essas medidas, assumiu o papel de incentivador dos investimentos, como defendia Keynes.

O período a partir do ano de 2009 mostrou a resiliência do Brasil em continuar a sua trajetória de crescimento que vinha desde os anos anteriores. Reforçou também a determinação do governo em utilizar de todos os mecanismos disponíveis para manter o investimento de longo prazo e, dessa forma, sustentar o nível de demanda agregada, mostrando, assim, a importância da atuação governamental na regulação dos mercados e na manutenção do nível de investimentos em períodos recessivos, de forma a permitir a manutenção do crescimento da economia mesmo em período de crises.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAUJO, V. L.; GENTIL, D. L. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional**. Texto para discussão n. 162. Rio de Janeiro. 2011. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1690/1/td_1602.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

BAER, W. **A economia brasileira**. São Paulo. Nobel, 2002.

BRENNER, R. **O Boom e a Bolha. Os Estados Unidos na Economia Mundial**. Rio de Janeiro. Recorde, 2003.

BORÇA, G. R.; TORRES, E. **Analisando a crise do Subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.15, n.30, p. 129-159. Dez. 2009. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisis%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf. Acesso em 22 mar. 2022.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALLA'ACQUA, F. **Economic populism versus Keynes: reinterpreting budget déficit in Latin America**. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/1991/91.PopulismoEconomicVsKeynes.pdf>. Acesso em 25 abr. 2022.

CAGNIN, R. F. **Inovações financeiras e institucionais do sistema de financiamento residencial americano**. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 29, n. 3, p. 256-273, jul/set. 2009.

CARVALHO, F. J. C. **Keynes e a globalização financeira in Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas**. Rio de Janeiro. Elsevier, 2008, p. 14-27.

CARVALHO, F. J. C. **Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana**. Análise Econômica, v. 26, n. 50, p. 7-25, set. 2008. Disponível em: <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/viewFile/10906/6484>. Acesso em 25 abr. 2022.

DROUIN, J.- C. **Os Grandes Economistas**. São Paulo: Martins Fontes, 2008.

EVANS, Trevor. Cinco explicações para a crise financeira internacional. **Revista tempo do mundo**, v.3, n.1, abr. 2011. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6248/1/RTM_v3_n1_Cinco.pdf.

Acesso em 22 mar. 2022.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 3, jul/set. 2009.

FERNANDES, S. **A libertação econômica do mundo pelo esquecido plano Keynes**. Rio de Janeiro: Nórdica, 1991.

FERRAZ, J. C.; LEAL, C. F. C.; MARQUES, F. S.; MITHERHOF, M. T. **O BNDES e o financiamento do desenvolvimento**. Revista USP n. 83. 2012.

FREITAS, M. C. P. **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito**. Estudo Avançados, IE/USP. São Paulo. 2009. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/eav/article/view/10415/12131>. Acesso em 25 abr. 2022.

GÉLÉDAN A.; BRÉMOND, J. **Dicionário das Teorias e Mecanismos Econômicos**. Lisboa: Livros Horizonte, 1988.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONETO, R. **Economia brasileira contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2009.

HANSEN, A. H. **Guia para Keynes**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1973.

KEYNES, M. **Ensaio sobre John Maynard Keynes**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.

KEYNES, J. M. **A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

KRUGMAN, P. **A crise de 2008 e a Economia da Depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LÓPEZ, J. G.; PUCHET, M. A. **Apogeu e decadência das políticas econômicas keynesianas** *in* Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 28-45.

MESQUITA, M.; TORÓS, M. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na Crise de 2008**. Banco Central do Brasil. Brasília. 2010. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps202.pdf>. Acesso em 25 abr. 2022.

MIHM, S.; ROUBINI, N. **A economia das crises: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

MIRANDA, J. C. John Maynard Keynes: a economia monetária *in* **Os clássicos da economia**. São Paulo: Ática, 2008, p. 97-106.

MOGGRIDGE, D. E. **As ideias de Keynes**. São Paulo: Cultrix, 1976.

PAULA, L. F. "Preferência pela Liquidez e a Natureza da "Crise" Brasileira". Dossiê da Crise. 2008. Disponível em: <http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/preferencia-pela-liquidez-e-a-natureza-da-crise-brasileira.pdf>. Acesso em 25 abr. 2022

PAULA, L. F. **Política econômica para o crescimento e estabilidade macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil** *in* Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 217-238.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. **O Efeito-Contágio da Crise Financeira Global nos Países Emergentes**. Encontro Nacional de Economia Política. São Paulo. 2009. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/17137/000700097.pdf>. Acesso em 25 abr. 2022.

REBÊLO, F. C. J. M. Crise financeira de 2008: A intervenção do Estado no domínio econômico. *Revista SJRJ*, v.17, n.28, p.69-79. Rio de Janeiro. 2010.

TEIXEIRA, R. A.; PINTO, E. C. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v.21, Número Especial, p. 909-941. Dez. 2012. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisisando%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf. Acesso em 22 mar. 2022.

TORRES, Ernani. O Pânico de 2008 e a Longa Recessão: Onde estamos e para onde vamos? **Revista Econômica**, n. 2, v. 13, p. 57-74. Niterói, Rio de Janeiro. Dez. 2011.

TORRES, Ernani. Entendendo a crise do subprime. **Visão do Desenvolvimento**, n. 44, Jan. 2008. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf. Acesso em 22 mar. 2022.

TORRES, E. T. “Os bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES”. **Visão do Desenvolvimento** n. 28. 2007. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_28.pdf. Acesso em 22 mar. 2022.

WRAY, L. R. **Lessons from the Subprime Meltdown**. Levy Economics Institute of Bard College. December 2007. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_522.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

WRAY, L. R. **The Commodities Market Bubble – Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities**. Public Policy Brief n.96. Levy Economics Institute of Bard College. 2008. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_96.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

WRAY, L. R. **Financial Markets Meltdown – What Can We Learn from Minsky?** Public Policy Brief n.94. Levy Economics Institute of Bard College. 2008. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_94.pdf. Acesso em 25 abr. 2022

WRAY, L. R. **Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis.** Levy Economics Institute of Bard College. September 2009. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_578.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

WRAY, L. R. **The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking.** Levy Economics Institute of Bard College. February 2010. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_587.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

WRAY, L. R. **Minsky's Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis.** Levy Economics Institute of Bard College. March 2011. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_661.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

WRAY, L. R. **Global Financial Crisis: A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed's Bailout, and the Future.** Levy Economics Institute of Bard College. March 2012. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_711.pdf. Acesso em 25 abr. 2022

The New York Times. Fannie, Freddie and You. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2008/07/14/opinion/14krugman.html>. Acesso em 25 abr. 2022.

Relatório Anual BNDES. 2009. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/928/4/RA2009_final_BD.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

Ações do Governo para reduzir os efeitos da crise. Tribunal de Contas da União. Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/tcu/paginas/contas_governo/contas_2009/Textos/Ficha%201%20-%20Analise%20da%20Crise.pdf. Acesso em 25 abr. 2022.

Boletim do Banco Central do Brasil. Relatório Anual de 2009. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap1p.pdf>. Acesso em 25 abr. 2022.

Le Monde Diplomatique. Le 9 août 2007, le débuts de la crise des subprimes. Disponível em: https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2017/08/09/le-9-aout-2007-bnp-paribas-faisait-eclater-la-crise-financiere_5170259_4355770.html. Acesso em 25 abr. 2022.

Ata da 139ª Reunião do Comitê de Política Monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopeom/10122008>. Acesso em 25 abr. 2022.

Ata da 140ª Reunião do Comitê de Política Monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopeom/21012009>. Acesso em 25 abr. 2022.

Ata da 141ª Reunião do Comitê de Política Monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopeom/11032009>. Acesso em 25 abr. 2022.

Ata da 142ª Reunião do Comitê de Política Monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopeom/29042009>. Acesso em 25 abr. 2022.

Ata da 143ª Reunião do Comitê de Política Monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopeom/10062009>. Acesso em 25 abr. 2022.

Ata da 144ª Reunião do Comitê de Política Monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopeom/22072009>. Acesso em 25 abr. 2022.