

NELSON BERNASKI HORBUCZ

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008 E O CRÉDITO BANCÁRIO NO
BRASIL

Monografia apresentada à disciplina de trabalho de Final de Curso como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof.^a Dayane Rocha

CURITIBA

2010

TERMO DE APROVAÇÃO

NELSON BERNASKI HORBUZ

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008 E O CRÉDITO BANCÁRIO NO BRASIL

Monografia aprovada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte Banca Examinadora:

Orientadora:



Prof.^a Ma. Dayane Rocha

Departamento de Economia, UFPR.


Prof. Esp. Adilson Antônio Volpi

Departamento de Economia, UFPR.


Prof. Dr. Paulo Mello Garcias

Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, 09 de dezembro de 2010

RESUMO

A crise financeira internacional de 2008 afetou sensivelmente as economias nacionais, em função principalmente da interdependência ocasionada pela financeirização dos mercados. Esse processo foi desencadeado pelas políticas liberais das últimas décadas, o que levou a necessidade de encontrar novas formas de captação de recursos, juntamente com a gradativa redução da presença Estatal, como entidade reguladora das relações de mercados. Isso provocou a fragilização das estruturas pré-existentes, gerando crise de confiança entre os agentes econômicos, levando à retração de liquidez internacional. Em decorrência disso, as instituições financeiras brasileiras privadas acentuaram a restrição ao fornecimento de crédito motivado pela aversão aos riscos, então, houve a necessidade de o governo atuar de forma mais incisivo na manutenção da liquidez da economia. Portanto, através das instituições monetárias e dos bancos públicos foram operacionalizadas medidas anticíclica para atenuar a restrição de crédito. Ainda, foram adotadas políticas setoriais de redução dos impostos e aumento da renda para manter "aquecida" a demanda agregada. Com isso, o país, mesmo durante a crise, continuou ampliando o mercado de crédito, e agora liderado pelos bancos públicos. Dessa forma, no presente trabalho serão analisados os impactos da crise sobre o mercado de crédito bancário brasileiro.

Palavras-chaves: Crise Financeira. Derivativos. Securitização. Subprime. Desregulamentação. Mercado de Crédito.

ABSTRACT

The international financial crisis of 2008 significantly affected national economies, mainly due to the interdependence of markets caused by financialization. This process was triggered by the liberal policies of recent decades, prompting the need to find new ways of fundraising, along with the gradual reduction of State presence, as a regulator of the relations of markets. This caused the weakening of pre-existing structures, creating a crisis of confidence among economic agents, leading to shrinkage of international liquidity. As a result, the Brazilian private financial institutions have emphasized the restriction on the supply of credit driven by risk aversion, then, arose the need for the government to act more incisive in maintaining liquidity in the economy. Therefore, through the monetary institutions and public banks were operationalized countercyclical measures to ease the credit crunch. Also, sectoral policies have been adopted to reduce taxes and increase income to keep "warm" aggregate demand. With this, the country even during the crisis, continued to expand the credit market, and now led by banks. Thus, in this paper will analyze the impacts of the crisis on the Brazilian market for bank credit.

Keywords: Financial Crisis. Derivatives. Securitization. Subprime. Deregulation. credit market

GRÁFICOS E TABELAS

GRÁFICO 1 - EMISSÕES DE HIPOTECAS SUBPRIMES NOS EUA, ENTRE 1994 E 2006.....	15
GRÁFICO 2 - CHINA – POUPANÇA DOMÉSTICA E INVESTIMENTOS COM % DO PIB.....	18
GRÁFICO 3 - ECONOMIA COM MAIOR VOLUME DE RESERVA INTERNACIONAL.....	21
GRÁFICO 4 - SALDO COMERCIAL ENTRE CHINA E EUA – JANEIRO/2000 A JANEIRO/2009 (EM US\$ BILHÕES).....	23
GRÁFICO 5 - EVOLUÇÃO DOS SPREADS SOBRE OS TÍTULOS DE CINCO ANOS DO TESOURO AMERICANO DOS CRÉDITOS GARANTIDOS PELA FREDDIE MAC E FANNIE MAE.....	52
GRÁFICO 6 - CRÉDITO DOMÉSTICO AO SETOR PRIVADO POR PAÍS EM 2007.....	66
GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO CRÉDITO/PIB NO BRASIL (2004-2008) DADOS MENSAIS ATÉ DEZEMBRO DE 2008.....	69
TABELA 1 - EVOLUÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO NO BRASIL (2004-2008)....	70
GRÁFICO 8 - PRINCIPAIS MODALIDADES DE CRÉDITO EM RECURSOS LIVRES (VALORES EM R\$ MILHÕES DE DEZ/2009 DEFLACIONADOS PELO IGP-DI).....	71
GRÁFICO 9 - PRAZO MÉDIO E TAXAS DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO.....	72
GRÁFICO 10 - OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR CONTROLE DE CAPITAL (% RELATIVA) NO SFN DO BRASIL.....	74
GRÁFICO 11 - EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO DO BRASIL(%PIB).	79

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	06
1 REFERENCIAL TEÓRICO.....	09
1.1 ORIGEM DA CRISE ECONÔMICA DE 2008.....	09
1.1.1 As Reservas da China e dos Países da OPEP.....	16
1.1.2 Balança Comercial Desequilibrada.....	21
1.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO CRÉDITO PARA EXPLICAR A CRISE SUBPRIME.....	24
1.2.1 Breve Abordagem da Teoria Macroeconômica Keynesiana e da Teoria Monetarista para Explicar os Ciclos Econômicos.....	25
1.2.2 Abordagem do Mercado de Crédito sob Ótica dos Novo-Keynesianos.....	31
1.2.3 A Crise na Visão da Teoria Pós-Keynesiana.....	35
1.3 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO.....	40
2 A CRISE.....	42
2.1 CONTRIBUIÇÕES DAS INOVAÇÕES E DA DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA SOB A PROPAGAÇÃO DA CRISE MUNDIAL.....	42
2.2 MEDIDAS ADOTADAS PARA AMENIZAR A CRISE.....	48
2.3 UM PANORAMA GERAL DA CRISE SOBRE O BRASIL.....	55
2.4 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO.....	58
3 A CRISE NO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO.....	60
3.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	60
3.1.1 Panorama Geral do Mercado de Crédito Bancário Brasileiro.....	65
3.2 COMPORTAMENTO DO CRÉDITO BANCÁRIO COM A CHEGADA DA CRISE AO BRASIL E AS POLÍTICAS ADOTADAS PARA ATENUAR SEUS EFEITOS.....	75
3.3 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO.....	81
CONCLUSÃO.....	83
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	86

INTRODUÇÃO

Nesta pesquisa far-se-á uma abordagem dos principais fatores que desencadearam a crise financeira mundial de 2008 e seus impactos sobre o mercado de crédito bancário no Brasil.

Os pontos a serem destacados, no decorrer da monografia, concentram-se na explanação a respeito da crise financeira mundial. Para isso, serão estudados os fatores que provocaram e levaram ao descontrole dos mercados globais, bem como, a forma com que a crise do *subprime* propalou pelas operações creditícias, entre as instituições financeiras e os agentes econômicos brasileiros. Enfatiza-se que a crise se instalou em um período de intensa globalização financeira, de tal forma, que os mercados tornaram-se interligados e completamente dependentes um dos outros. Isso modificou a forma de transmissão e a abrangência que as crises atingem as economias, ganhando, cada vez mais, dimensões transnacionais.

Nas últimas décadas, a teoria econômica que norteou o direcionamento de políticas macroeconômicas, principalmente nos países de alta renda, foi a corrente monetarista, a qual defende um sistema autorregulamentado, sem interferência expressiva do Estado. Com isso, as autoridades nacionais perderam a autonomia sobre políticas domésticas, em decorrência do problema relacionado com a taxa de câmbio flexível, causada pela redução do controle e da regulamentação das relações de mercados.

A crise dos mercados em 2008 teve seu início no mercado imobiliário dos Estados Unidos da América (EUA). Tal fato deve-se às hipotecas imobiliárias estadunidense, as quais propiciaram condições para a criação de um gigantesco mercado de derivativos com títulos securitizados nos empréstimos imobiliários. Isso gerou excesso de alavancagem nos bancos de investimentos e comerciais, razão pela qual, os montantes emprestados foram superiores aos determinados pela regulamentação prudencial vigente, assumindo posições cada vez mais frágeis na estrutura do sistema financeiro. Assim, esses bancos tinham ciência dos riscos aos quais estavam expostos, mas motivados pela possibilidade de auferir ganhos maiores, então, inovaram criando novos produtos financeiros. Essas inovações foram uma forma encontrada pelos bancos para amenizar as hipóteses de insolvência dos mutuários de hipotecas, que através da secutirização das dívidas e,

posteriormente, a oferta como ativos de primeira linha para os investidores institucionais (fundos de investimentos, pensão, etc), permitiu-se construir certa proteção às instituições. Mediante isso, o objetivo foi atingido com as dispersões dos riscos pelos mercados, na medida em que os ativos foram adquiridos por investidores institucionais de diferentes localidades e diferentes mercados, considerando que estes não tinham informações reais acerca dos riscos que os ativos representavam.

Outro fator que corroborou para o surgimento da crise financeira foram os déficits crescentes no balanço corrente dos EUA, sobretudo, causado pela balança comercial deficitária ao longo dos anos. Por sua vez, o elevado consumo à custa de endividamento, dos agentes econômicos, deteriorou o balanço de pagamentos do país, extinguindo praticamente toda possibilidade de poupança interna. Com esse quadro financeiro e contábil fragilizado, o governo perdeu a autonomia sobre as políticas internas.

Em resumo, as inovações financeiras adotadas no mercado imobiliário americano, a falta de transparência e a redução paulatina da regulamentação e fiscalização das operações financeiras, praticadas pelas instituições bancárias, juntamente com os desequilíbrios macroeconômicos, provocaram a crise de confiança que atingiu as expectativas dos agentes, alastrando-se pelos mercados globais.

O objetivo geral nesta monografia será o estudo da crise financeira internacional de 2008 e o crédito bancário no Brasil. Já os objetivos específicos abordarão a propagação da crise e as conseqüências para a economia, sobretudo, para o mercado de crédito bancário no Brasil. Sendo que, será enfatizado no mercado de crédito tanto a reestruturação como a importância do fortalecimento dos bancos públicos e privados na estrutura creditícia brasileira. Sabe-se que o comportamento das instituições bancárias públicas e privadas é diferente durante um processo de crise. A insegurança gerada pelo “efeito Dominó” afeta diretamente às expectativas dos agentes financeiros privados, preferindo maior liquidez à rentabilidade, levando a restrição de empréstimo bancário.

Para isso, a metodologia adotada será baseada em textos, dados e análises já realizadas. Dessa forma, o primeiro capítulo da monografia apresenta o panorama pré-crise e uma revisão bibliográfica, abordando as principais correntes teóricas que de alguma forma têm correlação com a crise e ajudam a compreender o

funcionamento das relações econômicas existentes. O segundo capítulo enfatizará a transmissão da crise para os mercados, assim como, as medidas adotadas pelas autoridades para atenuar seus efeitos. No terceiro capítulo, realizar-se-á um estudo do mercado de crédito bancário brasileiro e os prolongamentos da crise sobre o mesmo.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

Faz-se necessário, num primeiro momento, a análise de fatores que contribuíram para o desencadeamento da crise financeira mundial em 2008, ou seja, um estudo mais aprofundado em relação ao período anterior à crise. Período este, que foi marcado pelo crescimento acelerado do mercado imobiliário americano, possibilitando, assim, que os agentes econômicos pudessem especular no mercado imobiliário e auferir elevados níveis de lucratividade, numa primeira instância. Para este estudo, o período pré-crise será organizado segundo a periodização dos acontecimentos, que procurará delinear as principais consequências, que a crise financeira mundial trouxe para o mercado de crédito bancário do Brasil.

Inicialmente serão abordados os fatores que atuaram ativamente no período antecedente à crise financeira de 2008, destacando, entre tais, o crescimento da demanda motivado pelo mercado consumidor americano (elevando, dessa forma, o nível de endividamento das famílias), as taxas de juros em queda, as inovações tecnológicas que o mercado de crédito sofreu nos últimos anos e a grande oferta de crédito vindo da Europa e China para os consumidores americanos. Todos esses fatores permitiram a criação de um ambiente de insegurança financeira entre os agentes econômicos e o mercado financeiro americano.

A segunda parte deste capítulo exporá o surgimento da crise à luz de teorias macroeconômicas em relação aos fatores que desencadearam o surgimento da crise, focando no pensamento Monetarista e Keynesiano. Também fará abordagem macroeconômica da Teoria do Crédito defendida pelos autores novo-keynesianos (plataforma teórica keynesiana adicionada a microfundamentos) e pelos pós-keynesianos (fragilidade financeira dos agentes econômicos).

1.1 ORIGEM DA CRISE ECONÔMICA MUNDIAL DE 2008

A crise financeira mundial de 2008 teve sua origem calcada no mercado imobiliário americano, na desregulamentação da economia e na irresponsabilidade social que levaram à insolvência dos títulos *subprime*. Nesse sentido, títulos ou hipotecas *subprime*, de acordo com IEDI (2008, *apud* BORÇA JUNIOR; TORRES

FILHO, 2008, p. 135), “consistiam em empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, ou seja, em geral, famílias de baixa renda ou minorias”.

Nos anos precedentes à crise, o mercado financeiro habitacional norte-americano passou por forte expansão motivada pelo crescimento econômico e pela elevação do nível do emprego. Essas duas variáveis mencionadas acima, juntamente com a abundância de crédito barato, favoreceram aos cidadãos americanos o refinanciamento (hipotecas) e a aquisição de imóveis a custos baixos. Essas operações eram incentivadas pelo governo americano tanto para o lado dos tomadores de empréstimos, que viam um negócio vantajoso pelo fato do valor presente da dívida ser menor que o valor presente do imóvel no longo prazo, assim como para os emprestadores, os quais vislumbravam os preços dos imóveis se elevando impulsionado pela crescente demanda imobiliária, gerando um ativo positivo para os credores no caso da execução da dívida gerada por inadimplência.

No entanto, segundo Gontijo (2008), a taxa de juro básica da economia americana (*Federal Reserve System – FED*) que havia recuado de 6% em janeiro 2001 para 1% em meados de 2003, em razão da política expansionista adotada, para fazer frente à crise da bolsa de 2000-2001 e ao atentado de 11 de setembro de 2001, voltou a elevar-se a partir de 2004, chegando a 5,25% em meados de 2006. Sendo que essa elevação da taxa de juros básica da economia foi motivada pelo risco crescente do descontrole inflacionário, causado, principalmente, pelo aumento da demanda por consumo. Ainda, o reflexo dessa elevação de juros foi a desaceleração do crescimento econômico e, sobretudo, a elevação do percentual de desemprego.

A economia dando sinais de recessão, assim como queda nos preços dos imóveis, devido à redução da demanda e ao aumento da oferta de imóveis, motivada pelas taxas de juros mais elevadas, impactaram diretamente o mercado imobiliário, gerando uma crise de inadimplência. Em consequência, os bancos de investimentos, ameaçados pela elevação da inadimplência, foram obrigados a executar as dívidas imobiliárias. Entretanto, essas instituições notaram que o valor presente da dívida era maior, neste caso, que o valor presente dos imóveis. Ou seja, mesmo que as instituições credoras executassem as dívidas, ainda assim não recuperariam todo o montante de capital disponibilizado ao devedor.

Portanto, tal fato levou os bancos de investimentos a terem problemas de caixa, devido aos resultados negativos apresentados com as operações de crédito imobiliário, e como estavam altamente alavancados, não conseguiam saldar os empréstimos com seus credores, sendo que, em geral, eram bancos comerciais.

Segundo Veiga¹ (2008), alavancagem é:

[...]o processo pelo qual o investidor toma recursos emprestados a uma taxa que ele considera ser mais baixa que aquela a ser obtida no investimento que irá fazer. É uma forma de aumentar o ganho, tendo em conta que os recursos próprios são limitados. Assim, se ele imagina que pode realizar um ganho de 10% em um determinado investimento e o mercado oferta recursos a 2%, ele aplica seus recursos próprios juntamente com algum montante tomado emprestado em condições mais favoráveis. Com isso, se tudo der certo, ganha 10% sobre seu patrimônio e 8% sobre um montante que não possuía.

A alavancagem bancária é disciplinada por regras e normas de controle do nível de endividamento das instituições financeiras em relação ao seu patrimônio. Essa regulação foi instituída após crise de 1929 pelo, então, acordo de Basiléia. De acordo com Nunes² (2009), no acordo assinado na cidade Suíça de Basiléia, em 1988, foram estabelecidos os princípios fundamentais que devem ser seguidos pelas autoridades públicas, na supervisão dos bancos localizados nos países que ratificaram o acordo³, inclusive os EUA. Destes princípios ressaltam-se as exigências mínimas de capital, que devem ser impostas aos bancos comerciais, precavendo-se assim ao risco de crédito. Assim, o acordo de Basileia deu maior segurança ao Sistema Financeiro Internacional, obrigando as autoridades nacionais atuarem preventivamente, de forma a corrigir deturpações que possam pôr em risco o sistema financeiro.

Assim explica Oliveira (2008, *apud* JOHN, p. 35):

A crise de 1929, ou para se sair da crise, obrigou que se instituisse uma série de regras, de normas no sistema financeiro. Mas a partir dos anos 70, começou-se a flexibilizar essas normas. Os bancos de investimentos nos

¹ O que é alavancagem, publicado em 15 de março de 2008. Disponível em: <<http://www.betoveiga.com/log/index.php/2008/03/o-que-alavancagem/>>. Acessado em 10/07/2010.

² Acordo de Basileia. Disponível em: <<http://www.knoow.net/cienceconempr/economia/acordodebasileia.htm>>. Acessado em 10/09/2010.

³ Conforme May (2008), o grupo dos 10: Alemanha, Bélgica, Canadá, EUA, Itália, Holanda, Japão, Suécia, França e Suíça.

Estados Unidos passaram a não ser supervisionados pelo Banco Central americano, porque uma lei de 1970 modificou uma lei de 1932 nesse sentido, que exigia todas as instituições regulamentadas e fiscalizadas. Com isso, os bancos americanos ficaram descontrolados, inclusive no que diz respeito aos limites de alavancagem, ou seja, quanto podem ter de dívida superior ao patrimônio, que é de 11 vezes conforme o acordo de Basileia, de 1988. Tinha banco americano que estava alavancado em até 40 vezes, o Merrill Lynch quase 40 vezes, o Goldman Sachs 28 vezes e vários outros nessa situação.

Conforme surgiam rumores no mercado, em relação a dificuldades de alguns bancos de investimentos americanos, investidores dessas instituições temendo perdas elevadas iniciaram a retirada de suas aplicações, intensificando o problema de solvência dessas instituições financeiras. Somando-se a isso, o alto grau de alavancagem das instituições financeiras e a crise imobiliária se espalhando rapidamente, os bancos comerciais detentores dos títulos “podres” (títulos oriundos de bancos de investimentos que atuavam no setor imobiliário) foram obrigados a intensificar operações de vendas desses ativos, tendo como objetivo principal a redução dos riscos aos quais estavam expostos, em consequências das inadimplências dos bancos de investimentos.

Portanto, a alternativa naquele momento encontrada pelos bancos comerciais foi a securitização⁴ dos títulos e posteriormente a “pulverização” (ofertando esses ativos, aos investidores, em todos os mercados financeiros). Assim observa a menção de Carvalho (2009, p. 19, *Apud* DE SOUSA, 2009, p. 37), ao afirmar que “o processo de securitização ocorrida na economia norte-americana foi uma tentativa dos bancos e financeiras disfarçarem as hipotecas *subprime*”.

Segundo Carvalho (2008, p. 19), citado por Lima e Mathias (2009, p. 5):

O que os bancos e financeiras fizeram foi disfarçar essas hipotecas *subprime*, usando-as em um processo chamado de securitização. O modo como isso é feito é relativamente complicado, mas o conceito é simples. Toma-se um certo número de contratos de hipotecas, que prometeram pagar uma determinada taxa de juros, para usar como base, ou lastro, de um título financeiro (cuja remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador de hipoteca). Esse título é, então, vendido para fundos de investimento, famílias ricas, empresas com dinheiro para aplicar, bancos, etc. Uma das vantagens desse processo é que o comprador desse papel em geral não tem muita noção do risco que está comprando, porque ele não vê as hipotecas que lhe servem de lastro.

⁴ Segundo Maia (2008, p. 211), “securitização de dívida mobiliária representa os processos nos quais as obrigações, inicialmente geradas na forma de crédito bancário ou imobiliário, são transformadas em papéis negociáveis, no mercado de capitais e repassados aos detentores finais.”

A pulverização dos mercados com títulos securitizados teve um papel importante no surgimento da crise sistêmica nos mercados mundiais. Os riscos desses títulos foram expurgados para reduzir a vulnerabilidade das instituições detentoras dos ativos, com isso os prejuízos foram socializados com os demais investidores presentes nos mercados, evitando, assim, que os bancos comerciais americanos assumissem sozinhos os riscos da inadimplência. Estas instituições vinham conduzindo o processo, pois possuíam informações verídicas sobre a existência de títulos “podres”, ou seja, ativos que tinham lastros em empréstimos concedidos a tomadores com histórico de inadimplência e, por sua vez, não detinham garantias suficientes para honrar seus compromissos. Devido a essas características singulares apresentadas acima, tais títulos foram denominados de *subprime*, ou seja, de segunda linha. Desta forma, esclarece John (2009, p. 31) que, “o ato de comprar os títulos emitidos pelas empresas que securitizavam seus empréstimos *subprimes*, dava às empresas a possibilidade de realizar um segundo empréstimo, mesmo sem que a primeira concessão tenha sido quitada”, isso gerava uma cadeia que dependia do compromisso assumido pelo tomador em cumprir o que tinha sido previamente acordado. Caso isso não ocorresse, segundo John (2009, p. 31), “uma cadeia de inadimplências seria gerada, o que fariam os investidores temer a compra deste tipo de título, e conseqüentemente uma crise de liquidez estaria posta.”

Assim, para melhor esclarecer a crise do *subprime*, Carcanholo *et al* (2008, p. 01), citado por John (2009, p. 31) discorre:

No início de 2007 surgiram os primeiros sinais de uma aguda crise financeira no EUA. A crise teve origem no mercado imobiliário, sobretudo, no segmento denominado de *subprime*. Com o aumento da inadimplência do pagamento dos empréstimos baseados no crédito hipotecário ocorreu forte contração da oferta de crédito imobiliário que, por sua vez, provocou queda nas vendas e no preço dos imóveis. As condições para a explosão da “bolha especulativa” do mercado imobiliário estavam dadas, àquela altura era só uma questão de tempo. E não tardou muito a acontecer. A partir de agosto de 2007, a crise imobiliária do mercado *subprime* (de alto risco) atingiu fortemente os mercados financeiros e de capitais dos EUA e dos países da Europa que tinham bancos expostos diretamente à securitização ou titularização das hipotecas de alto risco. A rápida propagação da crise para o setor financeiro deu-se pela via do sistema estadunidense de financiamento de compra de imóveis. A acelerada desregulamentação do setor imobiliário, durante os anos 1990 a 2000, permitiu o rápido crescimento, sem controle e fiscalização dos seus contratos, venderam promissórias hipotecárias *subprime* aos *hedge funds*

(fundos especulativos de alto risco) que são filiais de grandes bancos de investimento e comerciais estadunidenses e estrangeiros.

Para que esse processo de disseminação do risco tivesse credibilidade no mercado, foi determinante o papel das agências de classificação de risco para conferir credibilidade aos ativos que foram expurgados para os mercados. Assim, as agências de classificação de risco (exemplo *Standard & Poor's*, *Fitch* e *Moody's*) criadas, inicialmente, para dar maior credibilidade ao mercado e minimizar os efeitos provocados pela assimetria de informações, acabando por fazer um papel inverso. Ou seja, teoricamente atuariam nos mercados, de maneira imparcial, para analisar e repassar informações aos investidores a respeito do grau de risco que determinados papéis e ativos exporiam seus potenciais investidores, mas classificaram como AAA⁵, os títulos “podres”, ou seja, essa nomenclatura era para classificar os títulos de acordo o risco que representa para o investidor. Como naquele momento, antes da crise, as agências tinham credibilidade elevada no mercado financeiro, os investidores confiaram na classificação dada pelas agências aos títulos *subprime*, ficando impossível, dada a dimensão da complexidade que atingiu os mercados, aos investidores detectar que tais ativos eram lastreados em dívidas insolventes. Com isso, a credibilidade das agências, nos últimos anos, passou a ser contestada pelos investidores em razão das dúvidas geradas pela falta de transparências, bem como a posição suspeita das agências, acabaram por gerar conflitos de interesses entre as empresas ou títulos avalizados e agências, segundo Carvalho (2010).

De fato, as avaliações positivas dos títulos *subprime* (alto risco de insolvência do devedor), realizadas pelas agências de riscos, acabaram por camuflar todas as informações de insegurança que os ativos representavam para o adquirente. Mediante a classificação dos títulos em AAA, os ativos foram facilmente pulverizados pelos mercados mundiais, ficando impossível, dada a dimensão da complexidade que atingiu os mercados, aos investidores detectar que tais ativos eram lastreados em dívidas insolventes.

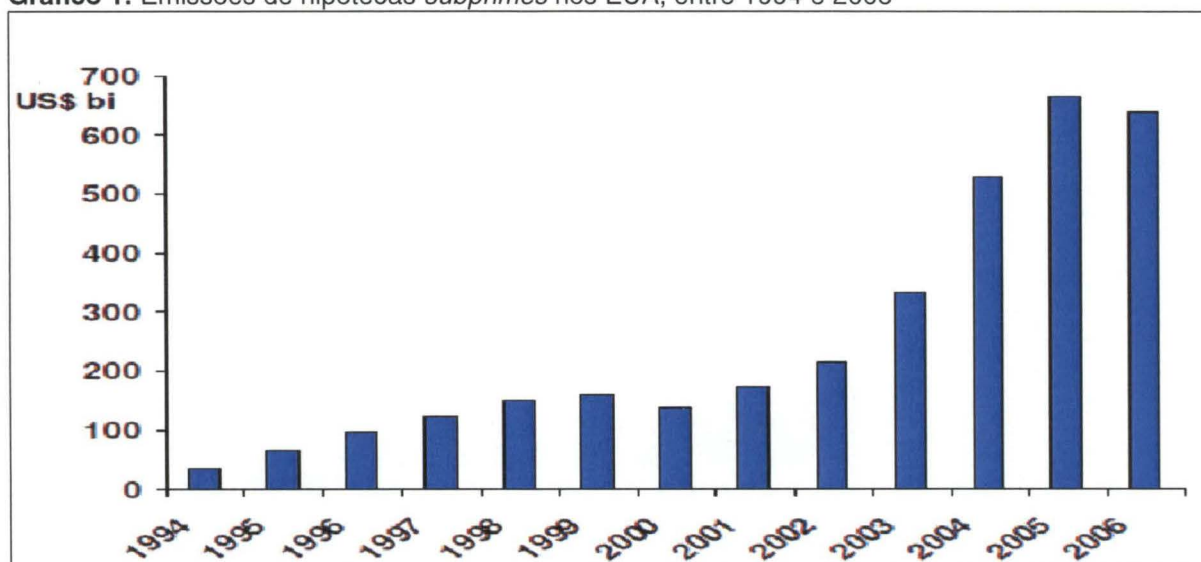
Pode-se, segundo Gontijo (2008), ver no gráfico 1 para efeitos de ilustração, o crescimento das emissões de hipotecas *subprime* nos Estados Unidos entre 1994 a 2006. Mesmo sendo um mercado extremamente arriscado, pelo excesso de

⁵ De acordo com Carvalho, R. (2010), a classificação da agência de risco *Standard & Poor's* inicia-se pelos ativos de primeira linha AAA até C, este, por sua vez, é o título que representa alto grau de insegurança ou risco. Outras agências como *Fitch* e *Moody's* têm outras classificações. Disponível em: <http://http://www.ipea.gov.br/003/00301009.jsp?ttCD_CHAVE=14712>. Acessado em 20/09/2010

endividamento dos agentes econômicos, foi um segmento em que houve forte crescimento no período.

O fator que influenciou no crescimento das emissões de hipotecas nesse período foi a facilidade de obtenção de empréstimos. Com isso, muitos imóveis eram financiados e outros, até mesmo, refinanciados com o intuito de obter crédito para finalidade de consumo, aliado a taxas de juros baixa e forte especulação no mercado imobiliário, acabaram por elevar os preços dos imóveis.

Gráfico 1: Emissões de hipotecas *subprimes* nos EUA, entre 1994 e 2006



Fonte: Credit Suisse (apud GONTIJO, 2008)

Para Gontijo (2008), essa euforia do mercado era sustentada pela “farra do crédito hipotecário” e suas “*securities*”⁶ lastreadas em empréstimos de recuperação duvidosa. Num período em que os fundos de investimento, os “*hedges funds*”⁷ e os bancos ergueram verdadeiras pirâmides de derivativos de créditos⁸ embasados na

⁶ Conceituado na página 12.

⁷ De acordo com Ministério da Fazenda do Brasil (2010), *hedges* são “operações realizadas com o objetivo de obter proteção contra o risco de variações de taxas de juros, de paridade entre moedas e do preço de mercadorias. Estratégia utilizada com o objetivo de reduzir o risco do portfólio. Indica neutralização de uma posição comprada/vendida em um ativo com uma posição vendida/comprada no mesmo ativo.” Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/glossario/glossario-h.asp>>. Acessado em 20/09/2010.

⁸ “Derivativo de crédito é um contrato financeiro bilateral que deriva seu valor de um índice subjacente ou evento que seja sensível ao crédito. A forma mais comum de derivativos de créditos é um acordo entre duas partes, pelo qual concordam trocar fluxos de caixa predeterminados ou determinados por uma fórmula, caso venha ocorrer um evento de crédito no curso de um período de tempo predefinido no futuro.” Disponível em: <http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=mtvm_derivativos>. Acessado em 28/11/2010).

popularização desse tipo de investimentos pelos mercados mundiais.

1.1.1 As Reservas da China e dos países da OPEP

Alguns países exportadores de petróleo juntamente com a China têm tido taxas de crescimento de suas economias acima da média do resto mundo. Com isso permitiu-se que esses países impulsionados pelo crescimento econômico e pela sua balança comercial superavitária, acumulassem reservas internacionais⁹ em volumes cada vez maiores. Todavia, as reservas internacionais crescentes e os déficits dos EUA elevados vêm deteriorando os balanços de pagamentos das economias. De acordo com Braga e Paulani (2006, p. 125), balanço de pagamentos “compreende todas as transações econômicas que o país realiza com o resto do mundo, num determinado período de tempo, permitindo avaliar sua situação economia em relação à economia mundial”.

A situação econômica desequilibrada é resultante, em grande parte, da política depreciativa da moeda adotada por muitos países, sobretudo pelo governo chinês. O objetivo dessa política cambial é a ampliação das exportações para o resto do mundo, reduzindo assim a competitividade das demais economias frente ao comércio internacional. Por outro lado, a política de expansão da base monetária pelo governo estadunidense, via emissão de dólares, acaba por desvalorizar o dólar frente outras moedas, prejudicando o comércio internacional.

As reservas estocadas por essas nações têm sido alocadas, grande parte, para suprir os déficits da balança comercial norte americana. Com isso, o governo americano consegue manter “aquecido” o mercado consumidor interno, disponibilizando crédito aos indivíduos para elevar o nível de demanda por bens. Assim, desenha-se um cenário econômico insustentável no longo prazo, ainda que, no curto e no médio prazo resolvam os problemas internos de consumo, através do aumento das importações americanas com relação ao resto do mundo.

⁹ Reservas internacionais, de acordo com Banco Central do Brasil (2010), “compreendem ativos externos prontamente disponíveis, sob o controle do Banco Central, cuja principal função é o financiamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos ou a regulação da magnitude desses desequilíbrios, pelo ajuste do nível da taxa de câmbio mediante intervenção no mercado de câmbio”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/sddsp/reservasint_p.htm>. Acessado em 10/11/2010.

Conforme Wolf (2009), a política monetária expansionista adotada pelos EUA à custa de endividamento externo, contribui para a formação “bolhas” econômicas, levando o sistema financeiro mundial a constantes oscilações, originárias dos ciclos de crises econômicas, que atingem as economias nacionais.

Assim afirma o ex-secretário do tesouro americano, Lawrence Summers (2006, p. 5), em sua palestra no Reserve Bank of Índia:

Fato impressionante sobre a economia global refuta a explicação dominante nos Estados Unidos sobre o padrão dos fluxos de capital globais: as taxas de juros reais, em termos mundiais, estão baixas, não altas. Quando se observam os títulos de dívida indexados, indicadores das taxas de juros nominais em relação à inflação corrente, e os rendimentos da maioria dos ativos, mormente imóveis ou *spreads* de crédito, a precificação do mercado de capital aponta para a tendência da oferta de capital superara demanda por capital em todo o mundo, em vez do contrário. As taxas de juros reais, em âmbito global, estão baixas, não altas, sob uma perspectiva histórica. Se o impulso dominante que explica os acontecimentos globais fosse o declínio da poupança nos Estados Unidos, seria de esperar taxas de juros reais anormalmente elevadas, como os déficits gêmeos na década de 1980, não taxas de juros reais inusitadamente baixas. O aumento do consumo nos Estados Unidos, muito acima do crescimento da renda, tem sido acompanhado de substancial crescimento voltado para as exportações no resto do mundo.

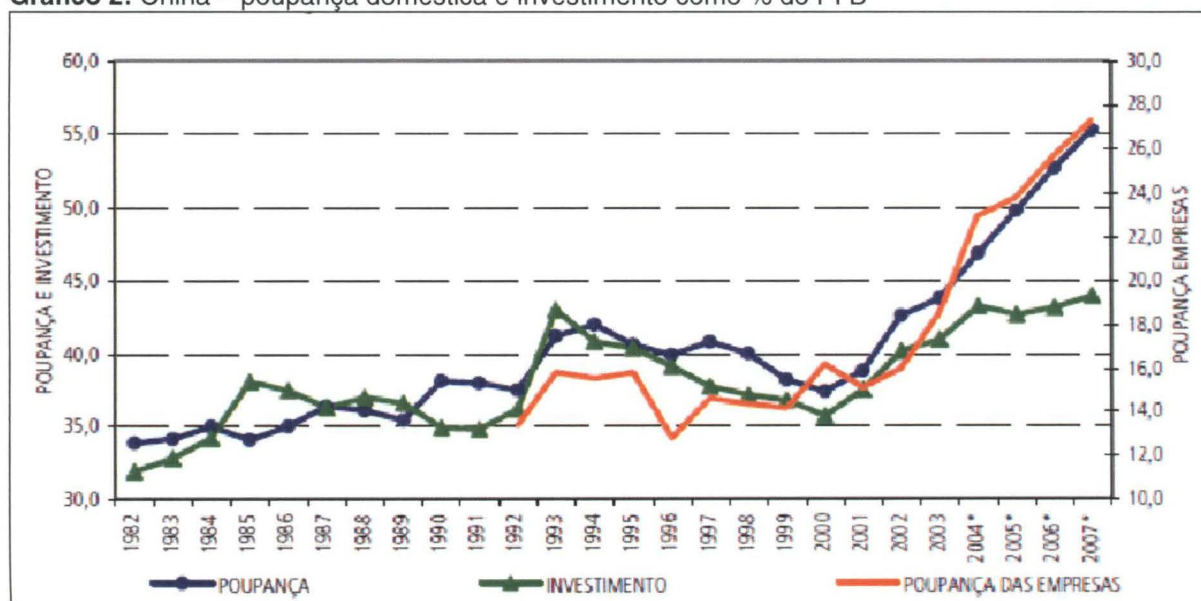
Conforme assinala Lawrence Summers, a demanda pelo consumo nos EUA cresce mais que a renda interna. Assim, para sustentar as taxas crescentes de demanda, requer maior quantidade de oferta de bens alocados para a população, assim como maior disponibilidade de crédito para financiar o consumo. Esse processo intensifica o crescimento das importações pelos estadunidenses, favorecendo os países exportadores a aumentarem os saldos de suas balanças comerciais em relação aos norte-americanos (soma de todas as exportações para o resto do mundo, reduzidos pelos saldos das importações com o resto do mundo), destaque para os superávits do comércio internacional chinês. Ainda, segundo Wolf (2009), o baixo nível de investimentos em relação à poupança interna e o aumento desta pelas famílias e governo da China, elevaram-se os montantes de poupança do país. Como não há, nessa economia e nos países exportadores de petróleo, uma internalização de investimentos em taxas semelhantes às de poupanças, essas nações exportam os excessos de capitais para os países de alta renda, destacando os EUA.

É importante destacar que o crescimento dos déficits na balança comercial dos EUA gera déficits no balanço corrente do país e se postergado por um longo

período, pode levar ao equilíbrio da economia global, pelo fato de os investidores requererem cada vez maiores juros para seus investimentos, em função dos riscos crescentes. Assim, sabe-se que a crise financeira de 2008 teve origem no mercado imobiliário americano, ou seja, pelo excesso de endividamento das famílias na aquisição de imóveis e posteriores insolvências de seus devedores. Para isso, o sistema de crédito disponibilizou recursos para o setor que foi captado junto a economias poupadoras e posteriormente pela oferta de títulos securitizados nos mercados mundiais.

Para Wolf (2009), já existiam apontamentos, com relação ao crescente nível do superávit da China e dos países que fazem parte da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), indicando que poderia haver uma possível recessão advinda de crise financeira provocado pelos desequilíbrios macroeconômicos. Os indicadores externos já mostravam o problema a ser enfrentado pelas autoridades financeiras num futuro próximo, assim que a superpoupança chinesa se elevava rapidamente e os déficits correntes dos EUA se expandiam. Conforme estudado sobre a evolução das reservas internacionais da China, pode-se notar no gráfico 2 que houve crescimento da poupança do país juntamente com a poupança das empresas e uma estagnação nos investimentos nos últimos anos.

Gráfico 2: China – poupança doméstica e investimento como % do PIB



Fonte: Nonnemberg (2010)

A poupança da China e dos países exportadores de petróleo determinam a liquidez internacional, por isso sua grande importância para suprir a escassez de recursos das economias de alta renda, criando assim, certa dependência entre exportações de produtos pelos países emergentes, destinada principalmente aos norte-americanos, e importações de capitais pelos americanos objetivando financiar o consumo interno. De acordo com Wolf (2009), a China é o principal expoente, dentre as economias emergentes, que tem se destacado na formação de poupança, uma vez que, a poupança de sua economia nesta década foi relevante para tal fato, sobretudo, as altas taxas de crescimento econômico e a ampliação das exportações para o resto do mundo. Também, nos últimos anos, observou-se que os investimentos externos foram, em grande parte, alocados na economia chinesa. Assim assinala Wolf (2009), que a China até 2004 gerava pequeno superávit em conta corrente¹⁰ e era o destino dos movimentos de capitais¹¹ na conta de investimentos diretos¹². No entanto, após esse período houve uma rápida aceleração na acumulação de superávit no balanço corrente. Entre 2004 e 2006, os saldos se elevaram de US\$ 64 bilhões para US\$ 250 bilhões e em 2007 atingiu mais de US\$ 360 bilhões.

Ainda para o autor, nos últimos anos, outros países emergentes tiveram crescimento nos superávits em conta corrente, destacando-se entre tais o Oriente Médio que gerou superávits em conta corrente em torno de US\$ 200 bilhões no ínterim de 2005 a 2006. O Brasil, por sua vez, com a economia aquecida e as exportações em alta, teve um superávit de R\$ 101,6 bilhões. Para tanto, conseguiram manter suas balanças positivas, ou seja, acumularam reservas internacionais; seja por exportação seja por recebimento de investimentos externos líquidos.

¹⁰ Segundo Braga e Paulani (2006, p. 128), balanço de pagamentos em transações correntes é o somatório da “balança comercial que registra as exportações e importações; a balança de serviços, a movimentação dos chamados ‘invisíveis’, como, por exemplo, remessa de lucros, juros e despesas com transportes; e as transferências unilaterais, as remessas ou envios de recursos ou mercadorias sem contrapartida”.

¹¹ De acordo com Braga e Paulani (2006, p. 128), “o movimento de capitais registra as transações envolvendo investimentos, empréstimos e financiamentos entre países.”

¹² “investimentos diretos contabilizam-se todas as aquisições e vendas de capital feitas por não residentes num determinado período. Incluem-se aí, portanto, as compras e vendas de empresas nacionais, privadas ou estatais, as aquisições ou vendas de participações societárias e a ampliação e/ ou criação de capacidade produtiva no país por iniciativa de empresas ou grupos estrangeiros.” (BRAGA; PAULANI, 2006, p. 129).

Conforme os superávits comerciais se prolongam, a propensão em acumular poupança pode se elevar, aumentando, com isso, as reservas das economias superavitárias e poupadoras. Segundo Wolf (2009), o aumento da poupança ocorre em todas as economias, inclusive nas economias de alta renda. Nesses países, porém, os setores empresariais apresentam-se superavitários em poupança, mas as famílias e governo gastam esse excedente em consumo.

Nos países emergentes, por outro lado, há propensão a poupar por todos os agentes econômicos, formando uma “superabundância de poupança”. No entanto, pelo raciocínio de Wolf (2009, p. 67), “superabundância de poupança” é resultante em maior parte do baixo nível de investimentos dessas economias do que da alta propensão a poupar. Dessa forma, o autor enfatiza as cinco características centrais a respeito da relação entre poupança e investimentos globais, que podem explicar a conjuntura atual, conforme enumerados abaixo:

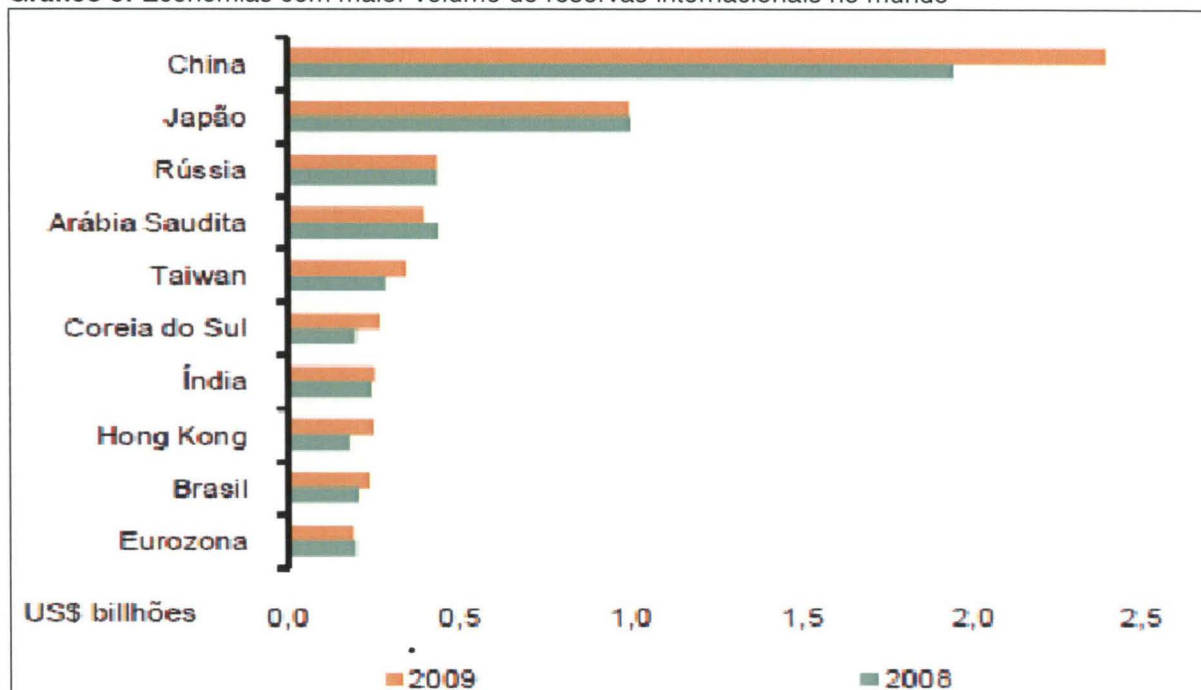
1. As taxas de poupança globais estão em queda, em razão declínio das poupanças nos países de alta renda.
2. As taxas de investimentos dos países de alta renda também estão diminuindo, sobretudo desde princípios da década de 1990.
3. As taxas de poupança e de investimento das economias emergentes e dos países exportadores de petróleo aumentaram no mesmo período, à exceção das fortes quedas, sobretudo nas taxas de investimento, que ocorreram com o desfecho das crises financeiras de 1997-98.
4. Os países de alta renda se tornaram importadores de poupança, uma vez que suas taxas de poupanças caíram abaixo de suas taxas de investimento.
5. As taxas de poupança das economias emergentes e dos países exportadores de petróleo subiram além de suas taxas de investimento, o que os converteu em exportadores de capital.

O autor, exemplificando os dados sobre a China, observa que em 2006 a poupança nacional ficou em torno de 60% do Produto Interno Bruto¹³ (PIB), quando a taxa de investimento ficou por volta de 50% do PIB e, por outro lado, o consumo das famílias atingiu menos de 40% do PIB, com tendência de queda. Esses dados revelam que, além da poupança econômica e saldos comerciais superavitários, a

¹³ Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística IBGE (2010), “PIB é o total dos bens e serviços produzidos pelas unidades produtoras residentes sendo, portanto, a soma dos valores adicionados pelos diversos setores acrescida dos impostos, líquidos de subsídios, sobre produtos não incluídos na valoração da produção. Por outro lado, o PIB é igual à soma dos consumos finais de bens e serviços valorados a preço de mercado sendo, também, igual à soma das rendas primárias.” Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/busca/search?q=defini%E7%E3o+de+PIB&entqr=0&output=xmIno_dtd&client=default_frontend&proxystylesheet=default_frontend&site=default_collection&ud=1&oe=iso-8859-1&ie=iso-8859-1&Submit.x=15&Submit.y=10&Submit=Ok>. Acessado em 10/11/2010.

poupança interna da China advém da restrição ao consumo pelas famílias e governo, bem como pelas baixas taxas de investimentos nos setores privados. Conforme mostra o gráfico 3, pode-se observar as reservas acumuladas por algumas economias mais importantes.

Gráfico 3: Economias com maior volume de reservas internacionais no mundo



Fonte: Bloomberg (2009)

Portanto, o gráfico acima sintetiza os principais países que têm um processo de acumulação de reservas internacionais. Destaca-se que a maioria é emergente, exceto países da Eurozona e o Japão, este por sua vez, grande exportador de tecnologias e detentor de taxas elevadas de poupança, mesmo sendo um país de alta renda, o que não ocorre com os demais, de acordo com Wolf (2009).

1.1.2 Balança comercial desequilibrada

A balança comercial de uma economia é dimensionada pela relação comercial que o país tem com o resto do mundo, materializando-se nas exportações e importações de bens e serviços com as outras economias. Dessa relação comercial pode surgir a balança comercial superavitária (saldo das exportações maiores que as importações) ou deficitária (saldo das importações maiores que as

exportações). Esse saldo depende das políticas adotadas pelos governos nacionais e do potencial dos setores produtivos nacionais.

Alguns países, dentre tais os EUA, vêm já há alguns anos acumulando déficits na sua balança comercial com o resto do mundo. Nesse ínterim, a relação comercial mais crítica dos americanos está com a economia chinesa, esta por sua vez, vem tendo superávits crescentes na relação comercial com a economia norte-americana. Visto que, conforme o consumo interno do EUA se eleva maior será o montante de bens a ser importado pelo país, já que muitos produtos não são produzidos internamente e outros até poderiam, não obstante, os custos de produção seriam muito elevados, se comparado aos produtos importados.

Para Wolf (2009), os norte-americanos precisam manter as importações elevadas, suprindo, assim, o excesso de demanda interna que é resultante da política de corte nas taxas de juros, que evita o desemprego excessivo, mas não os déficits comerciais e em conta corrente. Com isso, “[...] a demanda interna dos EUA precisa crescer mais que o PIB, para garantir que este último realize seu crescimento potencial” ¹⁴ segundo Wolf (2009, p. 101).

A produção interna do país é inferior a demanda requisitada pelos agentes econômicos, uma vez que, as reduções nas taxas de juros estimulam ao aumento da procura por bens. Se mantiver o cenário de produtividade da economia e reduzir as importações, haverá um surto inflacionário, já que existe uma forte demanda por consumo não suprida ou atendida pelos setores produtivos internos. Então, para atender esse excesso de demanda em relação à oferta interna, recorre-se às importações à custa de empréstimos internacionais, deteriorando as contas externas.

Pois, a argumentação pela insustentabilidade recai, segundo Wolf (2009, p. 19), sobre a possibilidade de os investidores externos perceberem os riscos decorrentes da exposição crescente ao dólar, sem *hedge* ¹⁵, e, assim, exigir taxas de juros maiores para ativos aplicados em dólares. A combinação de taxas de juros

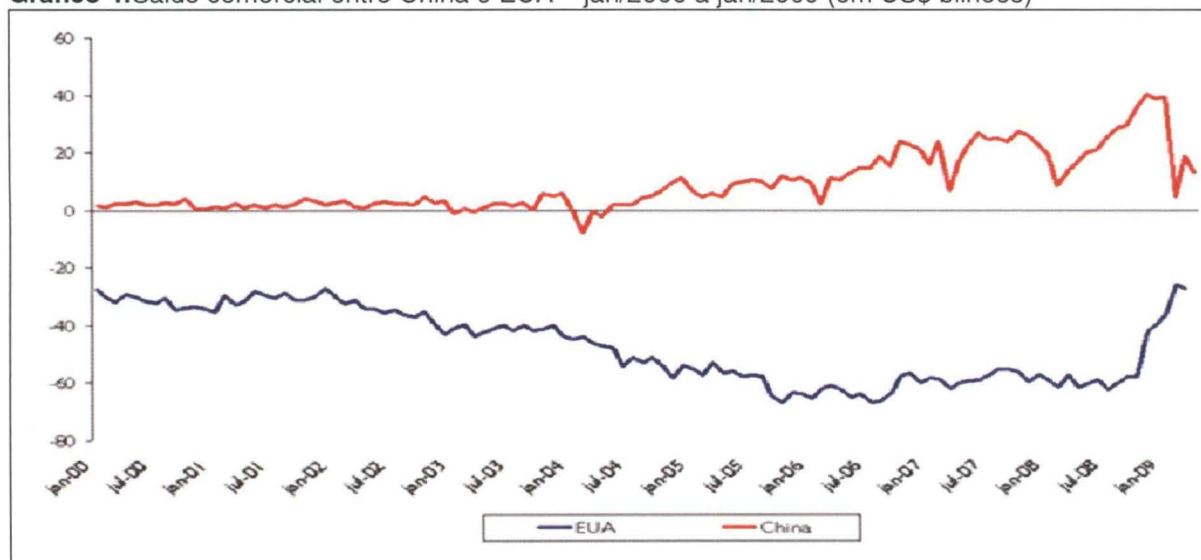
¹⁴ Assinalado por Souza Júnior (2010, p. 81), “o produto potencial pode ser definido como a capacidade de oferta a economia com pleno emprego dos fatores de produção (capital e trabalho), sendo que o nível de pleno emprego será o máximo possível sem gerar pressões inflacionárias. Dessa forma, é correto afirmar que, no longo prazo, o Produto Interno Bruto (PIB) efetivo não pode crescer a taxas médias mais elevadas que as do produto potencial. Isso significa que o crescimento da economia pode ser maior ou menor do que o crescimento potencial no curto prazo, mas, na média, esses dois indicadores acabam coincidindo.”

¹⁵ Vide página 15.

elevada com a depreciação do dólar leva à recessão nos EUA e nas economias mundiais, mesmo que os recursos captados sejam disponibilizados, via instituições financeiras, às famílias para aumentar o consumo interno e seja uma operação aparentemente segura para o investidor. Ainda assim, pode haver desconfiança por parte dos investidores, devido ao recorrente déficit no balanço corrente da economia americana, originário do crescimento superior das importações, em relação às exportações de bens e serviços.

Os EUA são responsáveis por um percentual elevado de compras do resto do mundo, como há uma restrição creditícia no mercado interno americano, o nível de consumo se reduz e, mediante isso, as economias que dependem das exportações para os norte-americanos são afetadas diretamente. Assim, a recessão da economia americana provoca desestruturação dos mercados e prejudica o comércio internacional de muitos países exportadores. Pode-se notar no gráfico 4 que o saldo positivo da balança comercial da China perdura em relação aos EUA, desde o ano de 2000 até o final de 2008.

Gráfico 4: Saldo comercial entre China e EUA – jan/2000 a jan/2009 (em US\$ bilhões)



Fonte: Bloomberg - elaboração: departamento econômico – gradual investimentos¹⁶ (2009)

Para concluir a abordagem em relação ao surgimento da crise de 2008 e suas consequências, citam-se as menções de Maia (2009, p. 75) a seguir:

As raízes dessa crise se iniciaram há muito tempo, a partir do crescente uso da taxa de juros como instrumento de controle monetário pelo Federal

¹⁶ Disponível em: <<http://www.gradualinvestimentos.com.br>>. Acessado em 20/09/2010.

Reserve (FED), posto que as instituições financeiras responderam à política contracionista com inovações financeiras, objetivando tornar mais elástica a oferta de crédito. Posteriormente, a reduzida taxa de juros levou as instituições a buscar maiores retornos e a aceitar posturas mais arriscadas. Simultaneamente, houve a gradual e inequívoca redução e eliminação, por parte das autoridades e do Congresso norte-americano, dos controles e da regulação prudencial do sistema financeiro.

Após esses apontamentos que culminaram em um ambiente favorável ao surgimento de instabilidades financeiras, desencadeou-se a crise propriamente dita no mercado imobiliário americano, sobretudo nos empréstimos *subprimes*. Onde foi criado um mercado amplo de aquisição de imóveis via empréstimos bancários, no entanto, os critérios que indicam a precaução contra insolvência de devedores duvidosos não foram levados em consideração. Após alguns desequilíbrios macroeconômicos, notou-se um ciclo crescente de inadimplências oriundo dos financiamentos imobiliários, uma vez que as instituições bancárias estavam alavancadas em excesso, ocorreu uma desestruturação do sistema creditício acarretando a fragilização do sistema financeiro americano. E, por sua vez, os empréstimos lastreados na dívida mobiliária foram transformados em títulos negociáveis, então, na medida em que eram adquiridos pelos investidores, sem terem ciência que eram títulos “pobres”, os riscos foram dissipados pelos mercados mundiais, levando a uma crise de credibilidade aos mercados. Também, os desequilíbrios estruturais na economia mundial, entre tais, a balança comercial desequilibrada dos EUA e a “superpoupança” dos países emergentes contribuíram para a fragilidade das economias.

No prosseguimento do trabalho será abordado o enfoque teórico que embasará a explicação da fragilidade das instituições financeiras, bem como a expansão e restrição de crédito num período de crise.

1.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO CRÉDITO PARA EXPLICAR A CRISE SUBPRIME

Neste item serão apresentadas as teorias que embasam a análise, iniciando pelas teorias keynesiana e monetaristas, contrapondo o liberalismo à maior intervenção do Estado nas relações de mercados. Também procurará, pelas teorias

pós-heynesiana e novo-keynesiana, discorrer acerca da contração ou da expansão do crédito em período de crise e de crescimento econômico.

Este item se subdividirá em outros três subitens tendo como objetivo central mesclar os principais conceitos teóricos que fundamentam esta monografia. Para isso, utilizar-se-á conceito macroeconômico exteriorizado na abordagem do modelo keynesiano e monetarista, em relação aos ciclos econômicos e crises do sistema capitalista.

Nos outros subitens, como este trabalho desenvolve-se baseado na crise financeira de 2008 e na disponibilidade de crédito, abordará as correntes teóricas Novo-Keynesina e Pós-Keynesiana para analisar os desdobramentos da crise do *subprime* sobre o crédito.

1.2.1 Breve abordagem da teoria macroeconômica keynesiana e da teoria monetarista para explicar os ciclos de crises econômicas

Com o advento da crise financeira mundial, a discussão se volta em relação às duas teorias que dominam o pensamento econômico, uma originada por John Maynard Keynes e a outra defendida pelos monetaristas cujo principal expoente é Milton Friedman. As teorias Keynesiana e Monetarista têm por base modelos distintos de condução das políticas econômicas, as quais foram adotadas pelos países desde 1930 até os dias atuais. Assim, as duas correntes teóricas alternaram-se na ordem de prevalência durante todo esse período. Inicialmente, Keynes foi o grande formulador das políticas econômicas adotadas pelos países como forma de superar a crise de 1929 e os déficits originários da Segunda Guerra Mundial. Já os monetaristas sobressaíram, após declínio do modelo anterior, com as políticas liberais, baseando-se na autorregulamentação das relações econômicas adotada principalmente pelos EUA.

Portanto, até a crise nos mercados em 2008, os princípios defendidos pelos monetaristas eram aplicados amplamente pela maioria das economias capitalistas do mundo. Todavia, com o advento da crise, causada, em parte, pela falta de

regulamentação e fiscalização do Estado, as próprias economias liberais¹⁷ implementaram políticas estatizantes e reguladoras, ou seja, contrárias às liberais.

Os Keynesianos

A Teoria Geral de Keynes, de acordo com Ferrari Filho (1991, p. 345), “consiste basicamente em, por um lado, negar o sistema econômico de mercado auto-equilibrante e auto-regulador e, por outro, apresentar mecanismos econômicos que evitem as flutuações e depressões econômicas”.

Para a teoria keynesiana o nível de investimento despendido pelos empresários é determinante para o surgimento de ciclos econômicos. Com a ampliação dos investimentos autônomos pelos agentes, ocorre uma elevação do nível do produto, assim, “[...] conseqüentemente levaria a crescimentos adicionais do investimento, e esses impactos somente poderia diminuir conforme ocorresse uma queda na variação da renda”, segundo De Sousa (2009, p. 4).

O restabelecimento do equilíbrio, segundo essa teoria, só se dará quando o crescimento do produto no presente for igual à variação do período anterior, conforme as oscilações dos investimentos ocorressem e a eficiência marginal do capital¹⁸ diminuísse, inevitavelmente retraindo o investimento autônomo¹⁹. Ainda, para os Keynesianos as oscilações só poderiam ser compensadas pela intervenção do Estado, regulando a demanda agregada através de política fiscal e monetária, a fim de manter o nível do emprego e produto da economia. (DE SOUSA, 2009).

¹⁷ Segundo Bresser (2010), a maioria dos países do mundo adotou conceitos liberais em suas economias, o que diferencia é a maior ou menor intensidade, como exemplos podem citar os EUA, Grã-Bretanha, França, Japão, Brasil, etc. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/.../155.Nacionalismoliberalismocapitalismo.pdf>>. Acessado em 20/11/2010.

¹⁸ De acordo com Keynes (1985, p. 101 *apud* DE LIRA, 2005, p. 31), “a eficiência marginal do capital se constitui na relação entre a renda esperada de uma unidade adicional de um capital e seu custo de produção ou, colocado de outra forma, na taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta.”

¹⁹ De acordo com Oreiro (2009) “O investimento autônomo se refere aos gastos de investimento que são, em larga medida, independentes da variação e/ou do nível corrente de atividade econômica. Grosso modo, o investimento autônomo corresponde ao investimento em modernização da capacidade produtiva existente, ou seja, trata-se do investimento que está associado à atividade de inovação tecnológica. Esse tipo de investimento envolve um grau maior de incerteza do que o investimento em ampliação da capacidade, mas não depende tão fortemente da conjuntura econômica como o investimento em ampliação de capacidade.”

Cardim (1988 *apud* DE SOUSA, 2009, p. 4) afirma que, para Keynes, “as flutuações na propensão a consumir, no estado de preferência pela liquidez e na eficiência marginal do capital, têm influência sobre os ciclos econômicos”. Não obstante, segundo o autor, o caráter do ciclo econômico é a forma como oscila a eficiência marginal do capital. Essa oscilação ainda pode ser agravada por outras variáveis que atuam no sistema econômico no curto prazo.

Ainda, segundo De Sousa (2009, p. 4) descreve:

A explicação mais plausível para a crise é o repentino colapso da eficiência marginal do capital, seguido de um aumento de preferência pela liquidez, que é agravada pela elevação da taxa de juros. A queda brusca da eficiência marginal do capital ocorre porque expectativas muito otimistas durante o período de expansão, em relação ao rendimento futuro dos bens de capital, são frustradas, fato que é explicado na visão keynesiana pela ação “irracional” dos agentes econômicos nos mercados financeiros organizados, visando um maior rendimento futuro.

Por isso, segundo Braga (2000, p.127), citado por Vazquez e De Oliveira (2009, p. 134), “[...] os mercados financeiros, organizados em torno da liquidez, reforçam a especulação que já marcava estruturalmente as expectativas sobre as rendas esperadas no processo produtivo e agrava a instabilidade sistêmica.”

As incertezas, para os keynesianos, quanto ao futuro refletem negativamente sob a eficiência marginal do capital, causando retração nos investimentos devido à aversão ao risco e a elevação da taxa de juros na economia. Assim, mesmo que a taxa de juros seja reduzida, ainda assim, não será suficiente para restabelecer a eficiência marginal do capital. Uma vez que, em um período de crise, os estoques estão elevados e a eficiência marginal do capital reduzida, então, os custos para manutenção desses estoques se elevam por um período prolongado, até que na pós-crise decida-se em ampliar os investimentos, desonerando, dessa forma, os estoques. No entanto, nesse lapso temporal com investimentos retraídos, as firmas buscam reduzir os custos dispensando o trabalho excedente, contribuindo assim para elevação do nível de desemprego.

Segundo De Sousa (2009, p. 5) explica:

Com início da depressão, o investimento em estoques tende a aumentar, enquanto o investimento em capital circulante diminui; na fase seguinte

diminui o investimento em ambos; na fase mais crítica da depressão ocorre um aumento do investimento em capital circulante e um desinvestimento em estoques; quando a recuperação tiver avançada ambos os fatores serão favoráveis ao investimento. Quando ocorre um declínio dos investimentos em bens duráveis, desencadeando uma flutuação cíclica neste cenário, é provável que este ciclo não seja interrompido até que percorra parte de seu trajeto.

De acordo com Vazquez e De Oliveira (2009, p. 134-135), durante o ciclo de crise, a queda da taxa de juros, embora necessária, pode não ser suficiente para aumentar a eficiência marginal e, assim, não produzir estímulos necessários a novas inversões de investimentos pelos empresários. Ainda, para estes autores, o movimento de oscilações cíclicas da renda e do emprego induz Keynes (1936) a mencionar a necessidade de regulação do investimento, levando em conta que as iniciativas privadas aprofundam a natureza instável da economia, uma vez que a moeda desempenha papel decisivo nas opções de gasto dos agentes. Assim afirma o apontamento de Keynes (1936, p. 297),

A disposição dessas pessoas para gastar talvez dependa mais das altas e baixas no valor de seus investimentos do que do estado do fluxo de seus rendimentos. Com o público de “mentalidade acionista” como os dos Estados Unidos de hoje, um mercado de títulos em alta pode ser condição quase essencial para uma propensão a consumir satisfatória.

Para Vazquez e De Oliveira, as oscilações na taxa de juros não evitarão as flutuações no emprego, sem que haja mudanças significativas no comportamento psicológico do mercado de investimento. Ainda, Keynes menciona que as taxas de juros altas não seria a solução para evitar o desencadeamento de uma crise, uma vez que, taxas elevadas poderiam afetar negativamente a propensão a consumir e com isso alguns investimentos necessários deixariam de serem realizados.

Presente essas imperfeições no mercado, os expoentes do pensamento keynesiano defendem que o Estado deve assumir o papel central como órgão regulador nas relações econômicas. Para isso, o Estado deve atuar ativamente entre as forças de mercado para corrigir as falhas existentes na economia, corroborando para estabelecer o equilíbrio no sistema.

Os Monetaristas

Ao contrário dos keynesianos, a corrente monetarista é contra a atuação deliberada do Estado na economia. Tal fato é justificado pelo excesso de centralização governamental, conforme Friedman (1980, p. 16 *apud* PASSOS, 2009) aponta:

[...] a liberdade econômica constitui requisito essencial da liberdade política. Permitindo a indivíduos cooperarem entre si sem coerção ou direção centralizada, [tal liberdade] reduz a área sobre a qual é exercido o poder político. Além disso, dispersando poder, o mercado livre proporciona um contrapeso a qualquer concentração do poder político que porventura venha a surgir. A combinação de poder político e econômico nas mesmas mãos constitui receita certa de tirania.

Segundo Cagal (1990, p. 204 *apud* CORAZZA, 1996), “o monetarismo partilha com o *laissez-faire*²⁰ a crença nos benefícios de longo prazo de um sistema econômico competitivo e de uma intervenção governamental limitada na economia. [...] o controle governamental sobre a quantidade de moeda é vista, contudo, como exceção justificável ao *laissez-faire*, no sentido de assegurar a estabilidade do valor da moeda”.

Para eles as forças de mercados devem atuar livremente no sentido de atingir o equilíbrio macroeconômico entre os agentes econômicos presentes no mercado, evitando, portanto, as distorções provocadas pela presença do Estado como acontece com a economia na Teoria Keynesiana. Ainda para os monetaristas, segundo Nohara (1997, p. 24), a moeda é apenas um meio de troca entre as economias. Já a crise financeira é um desequilíbrio entre oferta e demanda de meios de pagamentos, levando a análise simplista do papel desempenhado pela moeda, bem como dos fundamentos que dão origem às crises financeiras ao atingirem as economias.

Conforme assinalou De Sousa (2009, p. 7), a teoria monetarista pode ser descrita da seguinte forma:

²⁰ Segundo Nunes (2007), “a expressão ‘laissez-faire’ (ao pé da letra é ‘deixe fazer’) representa um princípio defendido pelos economistas mais liberais e que defende que o Estado deve interferir o menos possível na atividade econômica e deixar que os mecanismos de mercado funcionem livremente.” Disponível em: <<http://www.knoow.net/cienceconempr/economia/laissezfaire.htm>>. Acessado em 10/11/2010.

Os autores monetaristas têm uma visão mais liberal sobre as perspectivas econômicas, para Friedman, ao contrário de Keynes, não foi a falta de intervenção que motivou a depressão de 1929, mas o excesso da presença do Estado na economia. Para o autor, a regulamentação é desnecessária, e desnecessário é também os mecanismos de controle e transparência do sistema internacional, afirmava que os sistema se auto-regulamentava. Em 1973, com a crise do petróleo, a escola monetarista idealizou o neoliberalismo para tentar superar a crise, que era um conjunto de idéias políticas e econômicas, que defendiam a não intervenção do Estado na economia. E que a total liberdade do livre comércio levaria a um maior crescimento econômico e a um maior desenvolvimento social do país, para essa corrente de pensamento, é possível manter a estabilidade da economia somente com controle monetário e a liberdade dos mercados.

Por conseguinte, as duas teorias se contrapõem para explicar os ciclos de crises desencadeadas no sistema econômico internacional. Enquanto, os monetaristas exploram o liberalismo de mercado, as forças de mercados atuam livremente com o objetivo de atingir o equilíbrio sem a presença do Estado, apenas no controle monetário, os keynesianos apontam que a presença do Estado como órgão regulador é determinante para corrigir as falhas existentes na economia, visto que as forças econômicas, sem a presença de um ente direcionador, não conseguem levar o sistema econômico mundial ao equilíbrio, isto é, pleno emprego da economia.

Assim, as políticas adotadas pelos EUA e Europa anterior à crise dos mercados embasavam-se quase na sua totalidade nos apontamentos dos autores monetaristas. Ou seja, a condução da política econômica, entre tais: monetária e crédito, tinha um enfoque no neoliberalismo econômico, enaltecendo a auto-regulamentação e o equilíbrio conduzidos pelas próprias forças de mercado.

Todavia, após a crise no mercado imobiliário americano e a crise financeira em 2008, as autoridades políticas e monetárias foram obrigadas a atuar diretamente nos mercados e, de modo geral, na economia. Ainda, houve a necessidade de adotar medidas interventivas e fiscalizadoras no sistema financeiro, bem como a implementação políticas estatizantes. Ou seja, o Estado voltou a intervir na economia, não apenas como regulador, mas, sobretudo na aquisição e participação de instituições financeiras, assim como na destinação de grandes montantes de recursos para as empresas em dificuldades. Como forma de ilustração, de acordo

com a publicação²¹ da (BBC, 18. 09.2009), o papel do Estado na economia antes e depois da crise foi:

Antes: A história recente dos mercados vinha sendo marcada pelo liberalismo econômico, corrente que nasceu nos Estados Unidos, na década de 1980, e que foi sendo gradualmente aceita e adotada, sobretudo nas democracias ocidentais.

Uma de suas principais bandeiras é a auto-suficiência dos mercados. Ou seja, agentes econômicos seriam capazes, por conta própria, de prevenir o surgimento de novas crises financeiras.

Um dos maiores defensores dessa linha foi o então presidente do Banco Central americano, Alan Greenspan. Sob sua tutela, o governo dos Estados Unidos adotou um modelo que permitiu maior liberdade à atuação de instituições financeiras.

O discurso defendido pela maior economia do mundo acabou influenciando o mercado internacional. Ainda que com ênfases diferentes, os principais países também passaram a defender a política econômica de não-intervenção do Estado na economia.

Depois: O surgimento de uma crise no centro financeiro dos Estados Unidos colocou em xeque o pensamento liberal até então vigente. O próprio Greenspan admitiu, durante uma audiência no Congresso americano em novembro passado, ter errado "parcialmente" na condução da política monetária e financeira.

Com o agravamento da crise, os principais países do mundo passaram a defender abertamente uma maior participação do Estado na economia. Essa tem sido, por exemplo, uma das principais bandeiras nas reuniões do G20 (grupo dos principais países ricos e emergentes).

O discurso também vem sendo adotado no Brasil. Nas palavras do presidente Lula, o Estado passou a ter um papel "extraordinário". Em entrevista à BBC Brasil, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, disse que o governo deve ser "indutor" de alguns setores. "Não é o velho estatismo, mas é uma maior participação do Estado do que os liberais pregam", disse.

1.2.2 Abordagem do mercado de crédito sob ótica da teoria novo-keynesiana²²

Este item discutirá o Modelo de Racionamento de Crédito desenvolvido pelos autores novo-Keynesianos, cujos principais expoentes são Joseph Stiglitz e Andrew

²¹ Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/bbc/2009/09/16/ult2283u2034.jhtm>>. Acessado em 09/10/2010.

²² Este item visa analisar a corrente teórica novo-Keynesiana, cujo principal expoente é Joseph Stiglitz, que desenvolve o modelo de racionamento de crédito, embasado na assimetria de informações, risco moral e seleção adversa. Existe outra corrente novo-Keynesiana, segundo Sicsú (1999, p. 85), "cujos maiores expoentes são Gregory Mankiw e David Romer. Tal corrente dá ênfase na rigidez de preços e salários para explicar desequilíbrios macroeconômicos." Porém, esta não será analisada na monografia.

Weiss (1981). Assim, o propósito da discussão é a contextualização entre a crise dos mercados, inclusive a deterioração das instituições bancárias nos EUA, e ao aumento do risco de instabilidade financeira quando a oferta de crédito é abundante, levando em consideração o racionamento de crédito e a assimetria de informações²³ entre os agentes.

Para Sobreira (2007, p. 45), o modelo de Stiglitz e Weiss (1981) “tem o propósito de mostrar que a assimetria de informações entre tomadores e emprestadores que caracteriza mercado de crédito pode conduzir a um racionamento de crédito equilibrado.” Ainda, segundo Jacob (2003), partindo da existência de uma situação que impede o *market-clearing*²⁴ no mercado financeiro, a taxa de juros não funciona como equilibrador da oferta e demanda por crédito. Com isso, o equilíbrio no mercado de crédito é presenciado abaixo do nível de pleno emprego da economia.

Então, para Jacob (2003), a interpretação teórica do modelo de racionamento de crédito demonstra a existência de demanda não atendida, mesmo que a taxa de juros retribuída pelo tomador seja maior que o risco de crédito proporcionado. Isso é decorrente da existência de assimetria de informações entre devedores e credores, conforme os apontamentos defendidos pelos novo-Keynesianos. Ou seja, para esses teóricos, os tomadores de crédito detêm informações mais precisas sobre os riscos dos projetos que serão financiados, em detrimento aos credores. Portanto, os emprestadores agem de forma a racionar o crédito dada a existência do risco moral²⁵ e da seleção adversa²⁶, conforme Jacob (2003, p. 16) descreve:

²³ Informação assimétrica é a desigualdade existente nos mercados financeiros, nos quais uma parte não sabe o suficiente sobre a outra parte para tomar decisões precisas. (GERTLER, 1988 *apud* FONSECA, 2008, p. 45).

²⁴ *Market-clearing* é um conceito utilizado pelos economistas Neoclássicos que significa equilíbrio de mercado

²⁵ Risco moral é o problema criado pela informação assimétrica depois que ocorre a transação. O risco moral nos mercados financeiros é o risco de que o tomador se comprometa com atividades que sejam indesejáveis (imorais) do ponto de vista do emprestador, porque elas diminuem a probabilidade de que o empréstimo seja pago. Sendo assim, os emprestadores podem decidir que o melhor é não conceder o empréstimo. (GERTLER, 1988 *apud* FONSECA, 2008, p. 45).

²⁶ Seleção adversa é o problema criado pela informação assimétrica antes que a transação ocorra. No mercado financeiro ocorre quando os tomadores potenciais, que são os mais prováveis de produzir um resultado indesejável (adverso) – os maus riscos de crédito –, são aqueles que mais ativamente buscam um empréstimo e, portanto, são os mais prováveis de serem selecionados. Neste caso, os emprestadores decidem por não conceder o crédito, mesmo que os tomadores estejam dispostos a pagar pelo risco. (GERTLER, 1988 *apud* FONSECA, 2008, 45).

O risco moral é um forte determinante do comportamento dos bancos, uma vez que a fragilidade destas instituições é mensurada pela qualidade de seus ativos, que são basicamente representados pelos empréstimos no mercado de crédito e pelos títulos e valores mobiliários, de modo que uma exposição elevada em ativos de maior risco aumenta a fragilidade da própria instituição. Com isso, a seleção adversa atua no sentido de atenuar o risco moral da instituição, não selecionando alguns clientes demandantes de recursos.

Levando em conta essas menções, é possível identificar que aumento nas taxas de juros, não necessariamente se traduz em maiores receitas, podendo ocorrer ao contrário, em razão da postura mais conservadora que a instituição possa assumir, optando entre segurança e rentabilidade, como aponta Jacob (2003).

Para complementar essa ideia, de acordo com Maia (2009. p. 69), na,

[...] hipótese de um excesso de demanda de crédito, a taxa de juros se elevaria para equilibrar o mercado, mas, ao fazê-lo, selecionaria os projetos mais arriscados, excluindo do mercado os mais seguros. Esse é, em essência, o mecanismo de seleção adversa.

Segundo os teóricos novo-Keynesianos, o racionamento de crédito acontece, sempre que existir demanda, os bancos elevam as taxas de juros para restringir o crédito, tomando como precaução ao aumento da assimetria de informações. Conforme Maia (2009, p. 67), isso se dá apoiado de que a existência de informações imperfeitas provê os microfundamentos²⁷ que permitem explicar a inexistência de *market clearing*.

Assim afirmam Stiglitz e Greenwald (1987), citado por Jacob (2003, p. 17) abaixo:

Segundo os novos-keynesianos, nos ciclos econômicos, os bancos respondem ao incremento da incerteza de três maneiras. Na primeira, as instituições financeiras se recusam a emprestar para quem anteriormente era elegível à concessão do crédito. Na segunda, solicitam uma quantidade maior de garantias em comparação ao solicitado anteriormente. Na terceira, elevam a preferência por ativos como títulos públicos em relação aos empréstimos.

²⁷ Segundo Jacob (2003, p. 14), a abordagem novo-Keynesiana se estabelece em microfundamentos para analisar o comportamento dos credores diante da demanda por empréstimos e de racionamento. Ou seja, é uma teoria de análise dos agregados macroeconômicos com fundamentos microeconômicos, que é adequada para estudar a questão comportamental dos agentes econômicos que afeta o equilíbrio da economia.

A última preferência se dá em torno de títulos públicos para garantir a liquidez, ou seja, não há restrição de crédito, mas opta-se por aplicações mais líquidas e seguras, com o objetivo de reduzir o risco decorrente do aumento da demanda por crédito. Isso acontece em período de instabilidade econômica, o que propicia maior segurança às instituições financeiras em comparação aos empréstimos concedidos aos agentes econômicos. Em outra frente, para atenuar os riscos gerados pelos devedores, os bancos podem exigir garantias reais, geralmente lastreadas por terceiros, para ter mais segurança quanto aos recebimentos dos valores emprestados. Outro aspecto a ser destacado é que a mensuração do risco apontada nos trabalhos de Joseph Stiglitz e dos demais pesquisadores desta corrente teórica situa-se na capacidade de geração de recursos para saldar o serviço da dívida, ao passo que as garantias funcionam apenas como um dos determinantes eventuais para o racionamento de crédito. (JACOB, 2003).

Para Sobreira (2007, p. 58), há um aumento na fragilidade financeira quando os bancos estão mais dispostos a ofertar crédito, pelo declínio da margem de segurança e pelo fato de os bancos acreditarem que os tomadores estão mais capacitados para honrar seus compromissos financeiros. O que, de acordo com Sobreira (2007, p. 58-59), conduz a elevação da fragilidade financeira da economia, mesmo que as expectativas dos bancos sejam otimistas. Ou seja, as instituições financeiras não são capazes de perceber esse movimento, posto que fazem parte dele. Como consequência disso, elas não podem comportar-se como estabilizadores automáticos de forma antecipar a crises, assinala o autor.

Portanto, com base na assimetria de informações que conduz ao racionamento de crédito, as instituições de crédito imobiliário norte-americanas não foram capazes de precaver-se de possíveis crises, adotando medidas de seleção adversa com o objetivo de atenuar o risco moral ao qual estavam expostas. Uma vez que as informações da situação do mercado entre emprestadores e tomadores estavam desequilibradas, os bancos deveriam ter realizado o racionamento de crédito preferindo ativos de maior liquidez e segurança a empréstimos imobiliários.

1.2.3 A crise na visão da teoria pós-keynesiana

Este item abordará a fragilização das instituições financeiras e a expansão e restrição de crédito, segundo a vertente teórica pós-keynesiana, cujo principal expoente é Hyman Minsky. Para isso, utilizar-se-á a tese de doutorado intitulada “Mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil: uma análise pós-regime de metas de inflação”, de Fonseca (2008), como direcionamento.

A análise parte do pensamento minskiano em que, segundo Deos (2008, p. 22), “Minsky se inscreve numa tradição de autores para os quais não há economia capitalista sem bancos, sem crédito e sem instrumentos de dívida.” Para isso, Minsky (1982, p. 102 *apud* DATHEIN, 2002, p. 9) argumenta que “na visão da hipótese da instabilidade financeira, a oferta de moeda é considerada endógena. Moeda é criada quando bancos financiam negócios ou adquirem ativos, e moeda é destruída quando os empréstimos são pagos ou quando os bancos vendem ativos.”

Assim, dada existência da incerteza não-probabilística sobre o comportamento e as decisões dos agentes econômicos num contexto pela qual a riqueza é acumulada, os agentes econômicos adotam uma posição defensiva na presença de incerteza. Ação esta que justifica a preferência pela liquidez²⁸, levando em conta que a moeda é o ativo de maior liquidez. Dessa forma, os indivíduos agindo de maneira racional vão substituir ativos menos líquidos por ativos de maior liquidez, sendo apontada, assim, a não-neutralidade da moeda tanto no curto como no longo prazo, pois ela pode afetar tanto o ritmo como a forma da acumulação de riqueza. (DAVIDSON, 2002).

De acordo com Keynes e os pós-keynesianos, presente em Carvalho (2005), dado a existência de ativos de diferentes graus de liquidez na economia, a política monetária age aumentando ou diminuindo a oferta de ativos líquidos frente às outras classes de ativos. Com isso as decisões tomadas na política monetária afetam as decisões de investir e, não apenas a produção corrente, as possibilidades reais da economia, tanto no curto como no longo prazo.

Para tanto, a compreensão do papel desempenhado pelos bancos numa economia monetária de produção é fundamental para entender os mecanismos de transmissão da política monetária. Dessa forma, Paula (2006, p. 85 *apud*

²⁸ Liquidez é a facilidade com que um ativo pode ser convertido em meio de troca.

FONSECA, 2008) faz menção à abordagem da preferência pela liquidez frente ao comportamento dos bancos e da oferta de crédito no cenário econômico.

Bancos, como qualquer outro agente cuja atividade seja especulativa e demande algum grau de proteção e cuidado, têm preferência pela liquidez e conformam seu portfólio buscando conciliar lucratividade com sua escala de preferência pela liquidez, que expressa a precaução de uma firma cuja atividade tenha resultados incertos. E, portanto, da escolha de que ativos comprar e que obrigações emitir, orientada pela combinação entre liquidez e rentabilidade, que resulta a expansão ou contração da oferta de moeda, uma vez que a moeda é criada quando os bancos compram ativos financiados pela emissão de uma obrigação particular destas instituições – os depósitos à vista.

De acordo com as expectativas formadas sob condições de incertezas, os bancos montam suas carteiras de ativos com diferentes graus de liquidez. Dessa forma, diagnosticadas incertezas futuras quanto ao desempenho da economia, há um aumento da preferência pela liquidez em detrimento à rentabilidade das opções. A melhora nas expectativas quanto ao futuro, tem-se preferência por ativos de maior rentabilidade a maior liquidez, aceitam-se alocar as aplicações em ativos menos líquidos.

Nessas circunstâncias, o mercado de crédito entra como opção de portfólio entre bancos e agentes econômicos, envolvendo incerteza e rentabilidade conforme as expectativas futuras. Por um lado, os tomadores que necessitam de disponibilidades para consumo, investimentos, etc; enquanto por outro, os emprestadores, mediante as garantias de recebimento do principal mais o prêmio ajustado ao risco de insolvência do devedor, concedem liquidez aos tomadores. Então, para que essa inter-relação aconteça é necessário que os agentes emprestadores tenham conhecimento prévio do mercado de crédito e, com isso, façam a ponderação entre os retornos esperados da concessão de crédito e os prêmios de liquidez de todos ativos disponíveis para compra oferecem.

Pela interpretação pós-keynesiana do crédito, a fragilidade do sistema financeiro é inerente às características e estruturas assumidas no ciclo econômico. Conforme destaca Jacob (2010, p. 10) a seguir:

A argumentação básica é de que os bancos operam como firmas que buscam lucros e gerenciam os seus ativos conjugando liquidez e rentabilidade. Além disso, estas instituições inovam também no gerenciamento de passivos, buscando recursos conforme as suas necessidades.

Isso permite que os bancos tenham mais flexibilidade para administrar os recursos, tanto pelo lado ativo como pelo lado passivo do balanço, devendo fazer a melhor adequação entre as captações e os recursos aplicados. Além disso, têm alçada de criar mecanismos para contrapor às políticas restritivas impostas pelas autoridades monetárias, por meio de gerenciamento das obrigações e da introdução de inovações financeiras. Com isso, para escola pós-keynesiana, as instituições financeiras ajudam ampliar o crescimento econômico na fase de expansão e corroboram para acentuar a desaceleração nas fases de recessão, representando um papel contraditório no ciclo econômico.

Para Rosar (1999), na fase de expansão do ciclo econômico e mediante altas taxas de retorno sobre o capital aplicado, a demanda por crédito pelas firmas se eleva, sancionando mais operações de crédito pelas instituições financeiras. Isso implica em diminuir a liquidez das opções dos bancos, no entanto, por outro lado, proporciona maior rentabilidade. Assim, as expectativas impulsionam a concessão de crédito e criam uma alavancagem, por descasar as taxas de maturidade das operações ativas e passivas.

As aplicações ativas tendem a ter maior taxa de retorno, mas também maior prazo de maturidade, enquanto ao lado passivo, as inovações financeiras e o uso de reservas bancárias são utilizadas para dar sustentação ao aumento da alavancagem. Dessa forma pode ser sintetizado por Paula (2008, p. 90 apud FONSECA, 2008, 40-41),

Enquanto na fase expansionista os bancos têm um papel central em sancionar as demandas por crédito das firmas, na fase descendente do ciclo eles cumprem um papel de amplificar o quadro de crise que se instala, uma vez que as estratégias defensivas adotadas resultam num racionamento de crédito que pode inviabilizar a rolagem da dívida por parte das empresas não-financeiras. Quando a crise se inicia, a incerteza é alta (o estado de expectativas dos agentes se deteriora) e as expectativas dos bancos quanto ao futuro diminuem.

Evidenciando um cenário de crise, as instituições financeiras vão adotar uma postura conservadora, com o intuito de reduzir a exposição aos riscos inerentes à atividade bancária. Tendo a principal preocupação, nesse caso, de evitar deslocamento entre taxas e maturidades entre suas operações passivas e ativas, também, adotando posturas mais seletivas na concessão de crédito, de modo a amenizar o nível de vulnerabilidade das instituições financeiras.

O processo de ampliação e restrição da oferta de crédito aos agentes não-financeiros, durante o ciclo econômico e a depressão, é explicado pelas posturas que os agentes econômicos podem assumir, em relação à possibilidade de honrar seus credores, com maior ou menor dificuldade. Para Minsky (1986, p. 203 *apud* JACOB, 2003, p.10) descreve,

A primeira postura financeira é a *Hedge*²⁹, em que a relação entre estoques e fluxos oferece condições para o agente saldar suas despesas financeiras e amortizar seus passivos, posicionando este agente em uma situação financeira cujo fluxo de recursos aumenta sua liquidez. A segunda postura é a *especulativa*³⁰, em que a relação entre fluxos e estoques oferece condições para o agente saldar suas despesas e a manter sua posição de liquidez estática. A terceira e última é a *Ponzi*³¹, cujo posicionamento e situação de estoques de recursos não oferecem condições para saldar as amortizações e inclusive as despesas financeiras, levando o agente a reduzir sua liquidez ou elevar o endividamento.

Conforme apontamentos de Minsky, a hipótese de instabilidade financeira é decorrente da própria estrutura do sistema capitalista. Uma vez que, a crise é endógena à economia capitalista, então o surgimento dela é inerente às flutuações dos investimentos observados durante o ciclo econômico. Com isso, a análise fica pautada no nível de investimento que possa gerar lucro para saldar posições de empréstimos realizados no passado. No entanto, nem sempre isso será possível, dado que as posições de investimentos flutuam conforme as posturas assumidas pelos agentes não-financeiros, entre tais: famílias, empresas e governos.

O processo pelo qual os agentes interferem no nível de investimento da economia é estabelecido através de posturas financeiras assumidas no ciclo econômico. Conforme Minsky (1982, p. 106-108 *apud* DATHEIN, 2002, p. 11-12) descreve,

²⁹ De acordo com Weiss e Da Silva (2009, p. 7), "*hedge* é a posição onde o fluxo de receitas esperada do investimento é sempre superior ao fluxo de pagamentos do empréstimo, constituindo-se numa postura conservadora."

³⁰ Conforme Weiss e Da Silva (2009, p. 7), "*especulativa* é no qual o fluxo de receita esperada do investimento, na média, iguala-se ao fluxo de pagamentos do empréstimo. No entanto, em certos períodos as receitas cobrem somente os juros da dívida, sendo necessário refinarçar o pagamento com amortização, o que caracteriza uma postura de risco."

³¹ Segundo Weiss e Da Silva (2009, p. 7), "*ponzi* é onde o fluxo de receita esperada do investimento é inferior ao fluxo de pagamento da dívida para todo período, caracterizando-se numa postura 'suicida'."

Se a economia estiver em um período de tranquilidade, próxima ao pleno emprego, diminuem as exigências dos emprestadores de dinheiro e existe a tendência a uma alteração de portfólio, com o aumento das posições financeiras especulativas e *Ponzi* por parte das empresas ou outros agentes, tendência esta aceita e respaldada pelos bancos. O próprio sistema financeiro gera endogenamente os recursos (ou parte dos recursos) necessários para o aumento dos investimentos ou requeridos pelo aumento dos preços dos bens de capital. Quando a participação das finanças especulativas e *Ponzi* aumenta relativamente à estrutura financeira total, a economia torna-se crescentemente sensível às variações da taxa de juros. Dessa forma, se a taxa de juros aumenta, posições *hedge* podem tornar-se especulativas, e as especulativas, em *Ponzi*. A maior taxa de juros gera uma queda no valor presente dos lucros esperados pelos bens de capital, o que provoca uma diminuição dos investimentos. Por outro lado, a queda dos lucros indica uma deterioração da capacidade de pagamento dos empresários. Mesmo sem uma crise financeira aberta, as expectativas de longo prazo são afetadas, aumentando os prêmios de risco de projetos de investimentos, levando os empresários e banqueiros a buscarem posições financeiras menos especulativas, diminuindo a liquidez da economia em um movimento auto-alimentado.

A deterioração das expectativas conduz as instituições financeiras a preferirem liquidez na composição de seus portfólios, em detrimento a maior rentabilidade e menor liquidez. Com isso, reduz a disponibilidade de crédito, limita a expansão dos financiamentos para economia e acaba por aprofundar a recessão econômica.

Para o contexto atual, a teoria de Minsky pode elucidar, em parte, alguns pontos importantes que estão presentes numa economia financeirizada, pautada na disponibilidade de crédito e nas posturas assumidas pelos agentes. Em um primeiro momento, os bancos impulsionados pelo otimismo concedem crédito sem preocupar-se com o histórico dos tomadores, para tanto, assumem uma postura de fragilização financeira. Em um segundo instante, as instituições financeiras deparam-se com devedores insolventes, ocasionado por elevação de taxas de juros ou por um choque adverso no ciclo econômico, e restringem a oferta de crédito, optando por ativos de maior segurança e liquidez. Isso leva a contextualizar o surgimento da crise do *subprime* e posteriormente a dissipação pelos mercados mundiais, que encontra argumentação válida na teorização dos autores pós-keynesianos.

1.3 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

Na primeira parte do capítulo, fez-se uma análise geral do surgimento da crise do *subprime*. A discussão aconteceu em torno dos principais fatores que desencadearam o processo de fragilização dos mercados, passando pelos desequilíbrios na balança comercial americana até o acúmulo de reservas internacionais pela China e pelos países da OPEP.

Discorreu-se, ainda, acerca do contexto em que a crise do mercado imobiliário americano instalou-se pelo processo de inovações e pela criação de novos produtos financeiros, corroborado pela redução da fiscalização e pela desregulamentação dos mercados. Com isso, propiciou a formação de uma estrutura financeira altamente alavancada e com pouca margem para adoção de políticas estabilizadoras, diante da ocorrência de um evento adverso, levando a rápida deterioração das expectativas dos agentes, em razão da crise de confiança.

Já na segunda parte do capítulo foi apresentada uma abordagem acerca das Teorias Keynesiana e Monetarista. Sendo discutidos os principais pontos que explicam o ciclo econômico e contextualizando com a crise financeira de 2008. A partir daí procurou enfatizar as diferenças marcantes que devem ser levadas em consideração quando se analisa as duas correntes teóricas. Sendo que, a crise teve origem nas políticas liberais de desregulamentação do sistema financeiro internacional e da financeirização da economia. Enquanto, as políticas adotadas como forma de atenuar os impactos causados pela crise, estão calcadas na maior presença do Estado como órgão regulador, fiscalizador e indutor das expectativas dos agentes.

Também foi apresentado a Teoria do Racionamento do Crédito, postulada pelos autores novo-keynesianos. Foi discorrido a respeito da restrição do crédito quando está presente o ciclo de expansão da oferta de recursos, de modo que os bancos elevam a taxa de juros, com isso optam pela seleção adversa como forma de atenuar o risco moral, dado ao aumento da assimetria de informações entre os tomadores e emprestadores.

Ainda, por fim, pautou-se por discorrer sobre a Teoria pós-keynesiana que apresenta as posturas assumidas pelos agentes numa economia financeirizada, provocando a fragilidade financeira. Mediante alteração da taxa de juros ou presença de choque econômico, as posturas financeiras assumidas pelos agentes

são determinantes para que a oferta de crédito seja acentuada na crise e expanda com o crescimento econômico. Dessa forma, foi presenciada a restrição da liquidez internacional com a crise, uma vez que os agentes em período de instabilidade preferem liquidez à rentabilidade, reduzindo o crédito disponível.

No capítulo seguinte serão analisados os fatores que contribuíram para a propagação da crise financeira, bem como as medidas adotadas pelos governos nacionais, com base na teoria apresentada neste capítulo.

2 A CRISE

Neste capítulo serão analisados os fatores que corroboraram para que a crise atingisse os mercados internacionais, bem como os seus efeitos para a economia. Sabe-se que a transmissão da crise *subprime* para os mercados financeiros mundiais decorreu da carência de regulamentação prudencial da própria estrutura do sistema financeiro norte-americano. Esse liberalismo no mercado financeiro foi impulsionado, principalmente, pelas inovações e ausência de controle governamental anterior à crise, fragilizando todo sistema financeiro. De fato, com a dimensão que a crise financeira atingiu, voltam-se as discussões sobre quais seriam as medidas adequadas que os governos nacionais deverão adotar para proteger os mercados.

Nos próximos itens serão discutidos primeiramente os fatores que contribuíram para a propagação da crise à luz das teorias apresentadas; em seguida quais foram as medidas tomadas pelos EUA e por outros países para amenizar os efeitos da crise sistêmica perante os mercados globais. E, por último, analisar, ainda os efeitos da crise sobre o Brasil de uma forma geral.

2.1 CONTRIBUIÇÕES DAS INOVAÇÕES E DA DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA SOB A PROPAGAÇÃO DA CRISE MUNDIAL

A desregulamentação financeira já vem desde após a década de 70, iniciada nos EUA e posteriormente propagando-se pela Europa e países emergentes. Segundo Silva (2010), alguns economistas defendiam uma maior liberdade para atuação dos bancos nas operações de altos riscos, temendo a possibilidade de falência dessas instituições devido às regras rígidas existentes, às quais estavam submetidas. Então, esses economistas defenderam a adoção políticas liberais na economia e a desregulamentação dos mercados financeiros, as quais foram difundidas, inicialmente na Inglaterra e nos EUA, posteriormente para todas as economias capitalistas. Isso provocou uma redução da participação do Estado na fiscalização das atividades econômicas e financeiras desenvolvidas pelo setor privado. A partir de então, com a crescente liberalização dos mercados e a criação

de novos produtos, tais como: a securitização³² de crédito e os derivativos³³, pelas instituições financeiras, o mercado financeiro tornou-se um grande local de “apostas” sem muito controle sobre as operações realizadas e os produtos comercializados. Dessa forma, as informações reais a respeito dos ativos negociados nos mercados tornaram-se escassas, devido, principalmente ao elevado grau de integralização entre as economias. Isso aconteceu pela assimetria de informações entre os investidores ou informações destoadas da realidade³⁴.

Segundo Keynes(1936, p. 131 *apud* FILIUS, 2010, p. 30), pela perspectiva Keynesiana,

A instabilidade financeira não é vista como “anomalia”, mas como resultante da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global. Assim, o formato institucional específico dos mercados financeiros determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer. Crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos “irracionais” dos agentes, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados sem um sistema de regulação adequado.

³² Securitização: “processo pelo qual um grupo relativamente homogêneo de ativos é convertido em títulos mobiliários passíveis de negociação. É, portanto, uma forma de transformar ativos individuais relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos, transferindo os riscos associados a esses ativos para os investidores que comprem estes títulos.”
<<http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=/Manual/S/securitizacao.htm>
>. Acessado em 8/11/2010

³³ De acordo com a BM&FBOVESPA (2010), “derivativos são instrumentos financeiros que têm seus preços derivados (daí o nome) do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Por exemplo, o mercado futuro de petróleo é uma modalidade de derivativo cujo preço é referenciado dos negócios realizados no mercado à vista de petróleo, seu instrumento de referência. No caso de um contrato futuro de dólar, ele deriva do dólar à vista; o futuro de café, do café à vista, e assim por diante. Sendo que uma operação com derivativos podem ter vários objetivos, mas quatro principais são:

Hedge: é como se fosse um seguro de preço. Objetiva proteger o participante do mercado físico de um bem ou ativo contra variações adversas de taxas, moedas ou preços.

Alavancagem: os derivativos têm grande poder de alavancagem, já que a negociação com esses instrumentos exige menos capital do que a compra do ativo à vista. Assim, ao adicionar posições de derivativos a seus investimentos, você pode aumentar a rentabilidade total deles a um custo menor

Especulação: o mesmo que tomar uma posição no mercado futuro ou de opções sem uma posição correspondente no mercado à vista. Nesse caso, o objetivo é operar a tendência de preços do mercado.

Arbitragem: significa tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto negociado em mercados diferentes. O objetivo é aproveitar as discrepâncias no processo de formação de preços dos diversos ativos e mercadorias e entre vencimentos. “Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/.../mercados...derivativos/...sao-derivativos/o-que-sao-derivativos.aspx>>.

Acessado em 10/11/2010.

³⁴ Para mais informações acerca da assimetria de informações vide página 32 desta monografia.

Para Minsky (1992), citado por Lima e Mathias (2009, p. 15), a crise do *subprime* atingiu elevadas proporções devido ao cenário macroeconômico favorável, produzindo elevadas taxas de investimentos e crescente especulação em ativos com preços em alta. Esse processo ocorre até que algum evento exógeno ao mercado se altere. Quando há essa mudança no cenário econômico, os agentes procuram desfazer-se dos ativos preferindo a liquidez (aversão ao risco), todavia, defrontam com o problema de escassez de moeda, passando, assim, a liquidar seus ativos a preços menores, ocasionando um provável colapso no mercado, ou seja, o chamado “efeito manada”, que provoca corrida dos agentes pela liquidez depreciando os ativos. Num contexto de crise seria observado o efeito dominó, que contribuiria para a propagação da crise como problema sistêmico a nível mundial. Conforme os agentes obtêm conhecimento a respeito de ativos duvidosos que detêm, começam a desfazer-se desses investimentos, reduzindo a liquidez no mercado. Por outro lado, aponta Minsky já em (1992 *apud* LIMA; MATHIAS, 2009), que a excessiva liberalização financeira, ou seja, uma característica da própria estrutura do sistema financeiro que ao possuir um caráter pouco regulado e com o advento de inovações financeiras, contribuiria para a fragilização do sistema.

A deterioração e a redução da confiança nos mercados, em grande parte, foram acentuadas pela expansão e mudança na estrutura dos mercados monetários e de capitais, uma vez que, com a internacionalização das economias houve o aprofundamento da interdependência entre os sistemas financeiros nacionais. Isso criou, praticamente, um sistema global extremamente complexo, sujeito a constantes oscilações advindas das relações existentes entre agentes econômicos: instituições financeiras, investidores, políticas adotadas pelos governos e desempenho das economias nacionais. Lima (1997, p. 46 *apud* INÁCIO, 2009, p. 53), afirma que esse processo se deve a globalização financeira, conforme suas palavras abaixo:

Denomina-se globalização financeira a ampliação e modificação na estrutura dos mercados financeiros. Esta é fruto da internacionalização do capital, sobretudo após a segunda guerra mundial, e do desenvolvimento das tecnologias. Apoiadas nesses novos sistemas de informações as inovações criaram novos mercados, reforçando a necessidade da desregulamentação dos mercados domésticos para que a ampliação e a interligação do Sistema Financeiro Internacional ocorresse.

Para Lima (1997, p. 46 *apud* INÁCIO, 2009, p. 54), o processo de internacionalização dos mercados de capitais e monetários ocorre tanto pela forma

clássica, onde as instituições bancárias estabelecem-se nos principais centros financeiros, assim como pela diversificação de *portfólio*, por investidores e instituições, em diferentes carteiras de ativos colocados para negociação nos centros financeiros globais.

Agliettá (1995, p. 117 *apud* LIMA, 1997, p. 47), descreve sobre o caráter contraditório do processo de globalização financeira:

A globalização move-se pelas forças contraditórias. De um lado, existem tendências homogeneizantes: formou-se um mercado de liquidez no atacado em escala mundial; a desregulamentação teve efeito contagiante; a concorrência eliminou a separação entre os bancos e as demais agentes financeiras. Mas por outro lado, continuaram a existir sistemas financeiros diferentes, sem que se possa pretender que os princípios de organização que lhes dão embasamento irão ceder espaço a um tipo universal de finanças.

Então, para Inácio (2009), a desregulamentação financeira, o processo de securitização dos títulos, a desintermediação do sistema e a criação de novos produtos são processos relacionados e ocorrem simultaneamente com o objetivo de aumentar o retorno sob ativos e o espraiamento dos riscos a todos agentes que atuam nos mercados. Dessa forma, a insegurança que está embutida nos investimentos é distribuída, o que permite eliminar praticamente todo o risco para o agente, tendo a possibilidade, nesse caso, de especular.

Na verdade, para Farhi (1999, p. 93), “a expansão dos mercados de derivativos abre a possibilidade de realização de operações de cobertura de riscos sobre a mais variada gama de ativos para maior parte dos agentes [...]”, minimizando, assim, as incertezas geradas pela volatilidade dos principais indicadores financeiros. Ainda, segundo a autora, “concomitantemente, esses mercados constituem o instrumento ideal para especulação, ao permitir acesso fácil e direto, aos mecanismos de alavancagem.” Com isso, a diversificação de ativos, incluindo os novos produtos, diminui o risco para os investidores, na medida em que a perda em determinado ativo pode representar ganho em outro papel, ao apostar que a primeira opção teria queda.

Por um lado, o processo de inovação com a internacionalização do sistema financeiro trouxe mais oportunidades de ganhos aos agentes econômicos. Por outro lado, veio à tona a acirrada concorrência entre as instituições financeiras. Assim, para garantir os retornos elevados, esses bancos tiveram que partir para novas

opções de investimentos. Até 2006, o mercado imobiliário americano vislumbrava boas oportunidades para alavancar ganhos, produzindo excelentes retornos sob os capitais. Então, a maioria dos bancos comerciais foi impulsionada pelas agências de investimentos americanas a adquirir títulos lastreados na dívida mobiliária norte-americana.

No entanto, segundo publicação de um estudo pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em novembro de 2007³⁵, “tornou-se claro que os sistemas bancários dos EUA e da Europa tinham exposição significativa – embora difícil de ser quantificada – às perdas nos empréstimos *subprime*”. Ainda, segundo a publicação, esses empréstimos de alto risco, representativos de títulos securitizados lastreados em ativos, levaram a uma falta generalizada de confiança.

Conforme lembra Cecchetti (2008 *apud* LIMA; MATHIAS, 2009), algumas instituições financeiras de origem francesa e inglesa, começaram a bloquear temporariamente as retiradas de fundos devido à incapacidade de avaliação de seus ativos atrelados aos empréstimos imobiliários americanos. Para John (2009, p. 41), o problema de liquidez no sistema financeiro americano e europeu aumentava “dada a incerteza gerada e a falta quanto ao tamanho do prejuízo que os créditos *subprimes* estavam gerando”.

Nas palavras de Lima e Mathias (2009, p. 10),

Isso gerou imediata apreensão perante todos no mercado financeiro mundial e cautela ante a cada nova negociação. O fluxo de recursos de curto-prazo ficou mais escasso, impactando diretamente no mercado de empréstimos interbancários nos EUA e na União Europeia, provocando ascensão da taxa de juros no mercado interbancário. Houve aumento da preferência pela retenção de dinheiro e desaceleração do fluxo de empréstimos no mercado interbancário, causando falta de liquidez a diversas instituições financeiras no curto-prazo.

Mediante a integralização entre mercados, a transmissão da crise para outros centros financeiros mundiais deu-se de forma rápida e abrangente, por isso impactou profundamente o sistema financeiro mundial, levando a perdas que dificilmente serão recuperadas no curto e médio prazo.

³⁵ Estudos Econômicos e Financeiros – Perspectivas econômicas – *As Américas*. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/whd/.../wreo1107p.pdf>>. Acessado em 20/10/2010.

Pode-se analisar o espraiamento da crise nos mercados pela teoria da fragilidade financeira defendida por Minsky. Em que o crescimento econômico dos últimos anos, nas economias de alta renda, influenciou nas expectativas dos agentes econômicos, que migraram as suas estruturas de endividamentos do tipo robustas (*hedge*), para as posturas *especulativas* e *ponzi*, o que os deixou vulneráveis a alterações macroeconômicas e a elevações das taxas de juros, de acordo com interpretação de Biancarelli (2007, p. 100). Ainda, para Minsky, quando há presença de ciclo econômico, o crédito expande-se, as instituições financeiras rompem a margem prudencial para operar em situações de maior risco. Isso pode ser contextualizado com a fragilização dos bancos americanos que justamente ocorreu em período de “euforia” no mercado imobiliário.

Portanto, a conclusão que se pode tirar em relação à transmissão da crise financeira para os agentes econômicos e para o sistema financeiro internacional, é que foi provocada, entre outros fatores, pela desregulamentação do sistema financeiro e pelas inovações bancárias. Isso desencadeou a fragilização do sistema financeiro, levando os agentes econômicos a ter uma percepção errônea sobre determinados ativos, ou seja, evidenciando um problema econômico referente à assimetria de informações entre credores, emprestadores e investidores.

Por um lado, os bancos de investimentos e comerciais assumiram posturas cada vez mais arriscadas que se concentraram em especulativa e *ponzi*, conforme foi teorizada por Minsky. Em razão disso, criaram novos produtos de alto risco, como títulos lastreados na dívida imobiliária americana, para serem negociados nos mercados de derivativos. Com isso, os riscos inerentes a insolvência desses ativos foram pulverizados nos mercados financeiros mundiais. Por outro lado, os investidores ficaram em desvantagem acerca da gravidade que esses títulos representavam. Dessa forma, após a completa fragilização da estrutura dos mercados pela colocação de ativos “podres”, os primeiros indícios de insolvência dos devedores hipotecários vieram à tona, levando à crise generalizada dos mercados.

Por fim, a globalização financeira proporcionou, num primeiro momento, ganhos inegáveis para a economia global, mas acabou por fragilizar a estrutura financeira existente, mediante a redução gradativa da regulamentação dos mercados.

2.2 MEDIDAS ADOTADAS PARA AMENIZAR A CRISE

Em meados de 2007, segundo Torres Filho e Borça Júnior (2008), a crise financeira provocada pelos empréstimos *subprime* começou a impactar o sistema bancário estadunidense, refletindo em oscilações nas principais bolsas de valores do mundo. Assim que, as notícias em relação às dificuldades enfrentadas pelos bancos de investimentos norte-americanos vieram ao conhecimento público, os principais mercados entraram em crise desencadeada pela falta de confiança. A partir desse momento, as autoridades monetárias tiveram que adotar posturas mais contundentes para evitar ampliação da escassez de liquidez interbancária. Abaixo serão expostos, em ordem cronológica, os principais problemas enfrentados pelas instituições financeiras com a crise, de acordo com Presse (2008), publicados pela folha online³⁶:

A seguir os principais fatos e datas da crise dos créditos hipotecários de alto risco ("*subprime*", dado a pessoas com histórico de inadimplências), que se converteu em um desafio para os governos de todo o mundo.

Fevereiro de 2007: o não-pagamento dos créditos hipotecários nos Estados Unidos se multiplica e provoca as primeiras concordatas e falências de bancos especializados do setor.

Junho: o banco nova-iorquino Bear Stearns anuncia o colapso de dois de seus fundos em decorrência dos créditos "subprimes".

Agosto: as Bolsas caem diante dos riscos de contágio da crise. Os bancos centrais, entre eles o Fed (Federal Reserve, o banco central norte-americano) e o BCE (Banco Central Europeu), intervêm para conceder mais empréstimos aos mercados e devolver a liquidez (dinheiro em circulação).

14 de setembro: o Banco da Inglaterra (BoE) salva o Northern Rock, o quinto banco de empréstimos imobiliários no Reino Unido, ameaçado de falência por correntistas que fazem fila nas agências para retirar seu dinheiro.

Outubro/dezembro: vários grandes bancos anunciam desvalorizações de ativos.

22 de janeiro de 2008: o Fed reduz sua taxa básica em 0,75 ponto percentual, a 3,5%; a amplitude da redução é excepcional.

17 de fevereiro: o governo britânico nacionaliza o agonizante Northern Rock, há meses com problemas financeiros.

³⁶ Publicado em 29/09/2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/.../ult91u450144.shtm>>. Acessado em 25/10/2010.

11 de março: os bancos centrais unem novamente esforços para aliviar o mercado de crédito.

16 de março: o gigante norte-americano JPMorgan compra o banco de investimentos Bear Stearns pela soma de US\$ 236 milhões, com ajuda do Fed. O preço de compra seria quintuplicado uma semana mais tarde.

Julho-agosto de 2008: o Tesouro americano anuncia um plano de resgate dos grupos de refinanciamento hipotecário Freddie Mac e Fannie Mae e oferece garantias de até US\$ 100 bilhões para as dívidas de cada uma dessas instituições.

15 de setembro: o banco de investimento americano Lehman Brothers anuncia concordata. Seu concorrente Merrill Lynch é vendido de emergência para o Bank of America por US\$ 50 bilhões.

Dez bancos internacionais criam um fundo de emergência de US\$ 70 bilhões para atender a suas necessidades mais urgentes. O Fed aceita receber dos bancos os títulos considerados de risco em troca de dinheiro fresco, enquanto outros bancos centrais abrem suas válvulas de crédito.

Todas essas medidas não impedem uma forte queda das bolsas mundiais.

16 de setembro: o Fed e o governo americano nacionalizam de fato o grupo de seguros AIG (*American International Group*), ameaçado de falência, concedendo-lhe um crédito de US\$ 85 bilhões em troca de 79,9% de seu capital.

17 de setembro: as bolsas mundiais continuam caindo e o crédito se esgota no sistema financeiro.

18 de setembro: o banco britânico Lloyd TSB compra seu concorrente HBOS, ameaçado de falência. O Fed eleva o total de suas operações de "swap" com outros bancos centrais a US\$ 180 bilhões.

As autoridades americanas anunciam que prepararão um plano para sanear os bancos de seus ativos podres.

19 de setembro: as Bolsas mundiais disparam depois do anúncio do plano de resgate americano.

21 de setembro: o secretário do Tesouro americano informa os primeiros detalhes do plano e começam as negociações entre o governo republicano e o Congresso democrata para aprová-lo.

22 de setembro: o Fed anuncia ter aceitado a proposta que transforma os bancos Goldman Sachs e Morgan Stanley em holdings, que perdem sua condição de banco de investimento e, além de poder atender como banco comercial a correntistas, terão acesso à janela de crédito federal.

23 de setembro: As discussões da Assembléia Geral das Nações Unidas, em Nova York, são dominadas pela crise financeira. Os mercados financeiros ficam mais preocupados com as dúvidas em torno do plano americano.

26 de setembro: as ações do banco belgo-holandês Fortis afundam devido às dúvidas sobre sua dissolução. Nos Estados Unidos, o banco JPMorgan

assume o controle de seu concorrente Washington Mutual com a ajuda das autoridades federais.

28 de setembro: Anuncia-se um acordo no Congresso americano sobre a votação do plano de salvamento do sistema financeiro. Na Europa, o Fortis foi resgatado pelas autoridades belgas, holandesas e luxemburguesas. No Reino Unido, o banco Bradford and Bingley é nacionalizado.

29 de setembro: A Casa dos Representantes (Câmara dos Deputados) dos EUA rejeitou o pacote de US\$ 700 bilhões de salvamento para o setor financeiro norte-americano, apesar dos apelos de urgência do presidente dos EUA, George W. Bush. O plano recebeu 228 votos contra e 205 a favor.

Fonte: Folha online (2008)

Assim descreve Lima e Mathias (2009, p. 12), em relação à reação do *Federal Reserve System* (FED),

Ao perceber que a crise no mercado imobiliário havia atingido o sistema financeiro norte-americano e que os efeitos sobre o mercado de crédito interbancário haviam contraído o fluxo de recursos entre as instituições financeiras causando escassez de liquidez, o FED passou a fazer uso de seu papel de autoridade financeira máxima e adotou políticas visando estancar os efeitos da crise e reverter o cenário.

Até então, a política que vinha sendo adotada pelo governo americano tinha raízes no liberalismo e era justificada pelo fato que as próprias forças do mercado resolveriam os problemas de desequilíbrios, ao passo que o Estado como condutor não seria tão eficiente.

A situação começou a se inverter com a descapitalização das instituições financeiras, que foi provocado pelo aumento da inadimplência e pela redução dos preços dos imóveis, levando os bancos a terem saldos negativos em suas operações. Uma vez que essas instituições financeiras estavam altamente alavancadas, com ativos lastreados na dívida imobiliária norte-americana, não conseguiam resgatar seus empréstimos, isso levou ao processo de escassez de liquidez interbancária. Posta a crise entre os bancos logo foi sentida no conjunto da economia, através dos mercados financeiros, de créditos e de derivativos.

Segundo John (2009), no momento da crise foram autorizadas as fusões e aquisições no setor financeiro, como um esforço para estancar a propagação da “quebradeira” por toda a economia. Essas intervenções se deram no mercado de crédito, com o objetivo de garantir a liquidez e retomar a confiança dos investidores, visto que, os governos estavam temendo uma recessão e a saída elevada de capitais, restringindo ainda mais a liquidez do sistema financeiro internacional.

Ainda, segundo Albuquerque³⁷ (2008), medida conjunta, inicialmente, implementada foi o corte emergencial de juros, conforme publicação da (BBC BRASIL, 08/10/2010):

Em um comunicado conjunto, autoridades dos seis bancos centrais (EUA, Europeu, Inglaterra, Suécia, Suíça e Canadá) disseram estar “trabalhando juntos ao longo da atual crise financeira e estão se articulando em ações coordenadas sem precedentes para prover liquidez aos mercados”. O FED afirmou que sua decisão de cortar os juros em 0,5 ponto percentuais foi motivada pelos sinais que apontam para “o enfraquecimento da atividade econômica e a redução das pressões inflacionárias”. Na terça-feira, o presidente do FED, Ben Bernanke, havia sinalizado que a instituição poderia cortar as taxas de juros de curto prazo para tentar frear o que ele classificou como uma “crise de proporções históricas” e aquecer a economia americana. Logo após o anúncio do corte de juros, as principais bolsas europeias ainda não haviam reagido à notícia e continuavam operando no vermelho, seguindo a tendência de queda observada nas últimas semanas.

Anteriormente foi mencionada a ausência do Estado como regulador e fiscalizador do sistema financeiro, todavia, neste momento, os Bancos Centrais dos EUA e Europa começaram a intervir em suas economias adotando medidas estabilizadoras, contrariando a política até então defendida e difundida. Além disso, houve uma socialização dos prejuízos por meio da liberação de recursos com o intuito de salvar bancos e promover a liquidez.

Assim, o corte na taxa de juros é importante, em razão de motivar os agentes para elevar o nível dos investimentos privados no setor produtivo. Com isso, há um “aquecimento” na economia, contribuindo para a geração de emprego e renda e, assim, podendo contribuir para o crescimento econômico.

Todavia, segundo Keynes, a taxa de juros não o único elemento que influencia no investimento, uma vez que o parâmetro central é a eficiência marginal do capital que é construída pelas expectativas dos empresários. O investimento será maior ou menos de acordo com a análise comparativa entre taxa de juros e eficiência marginal do capital. Sendo que, taxa de juros representa a variável monetária, ou prêmio pela menor liquidez e a eficiência marginal do capital é a variável da demanda efetiva. Dessa forma, não basta reduzir a taxa de juros segundo Keynes, mas são necessárias ações que possam melhorar as expectativas dos agentes.

³⁷Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u453762.shtml>>. Acessado em 08/10/2008.

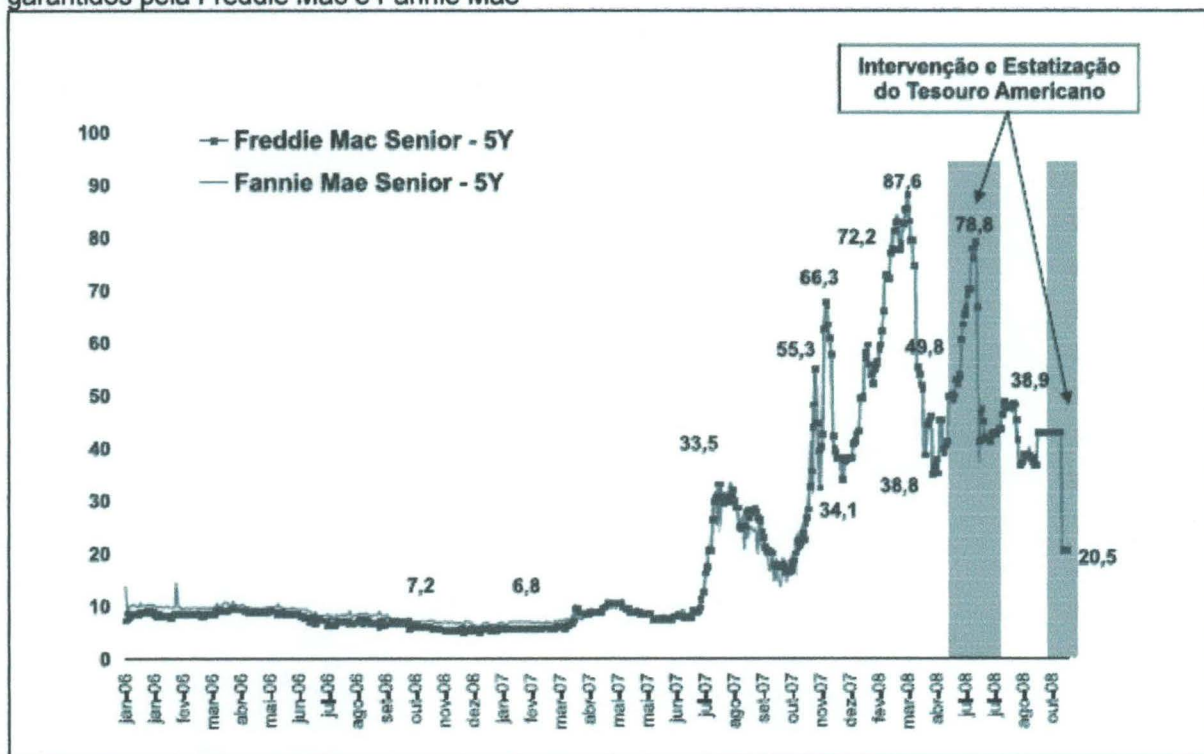
A segunda medida de combate à crise foi realizada, de acordo com a publicação da Folha Online (2008), em 03/10/2008 “a nova versão do projeto de lei sobre o acordo acerca do plano de US\$ 700 bilhões para combater a crise financeira que abala os Estados Unidos, aprovado pelo Senado, também passou pela Câmara dos Representantes (deputados)”, sendo destinado ao sistema financeiro de forma segmentada. Conforme a publicação da Folha Online (2008 *apud* JOHN, 2009, p. 46) descreve os objetivos deste pacote:

[...] o governo ajudará as instituições financeiras com problemas, comprando os papéis “podres” (com possibilidade de não serem pagos a seus detentores), em troca de ações das empresas. [...] o projeto limita os poderes do Executivo para gerir o pacote, estreita a vigilância sobre a aplicação de recursos, reduz os pagamentos milionários aos grandes executivos por trás das instituições financeiras que quebraram, além de ampliar benefícios para os contribuintes. [...] também está a ampliação das garantias do governo a depósitos bancários dos cidadãos, dos atuais US\$ 250 mil. Além disso, foram incluídos descontos nos impostos para promover o uso de fontes de energia renováveis, valor de quase US\$ 80 bilhões, e a prorrogação e ampliação de outras reduções nos impostos para pessoas físicas e empresas. O teor do plano contempla tanto as principais exigências do secretário Henry Paulsen quanto às principais críticas dos legisladores americanos ao teor do pacote, críticas essas que fizeram as negociações se arrastarem.

Também para Lima e Mathias (2009), o FED como forma de intervenção na crise, em 16 de março de 2008, focou no objetivo de dar maior liquidez ao sistema financeiro. Então, criou o *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) para que os bancos de investimentos e corretoras de títulos pudessem obter recursos do FED através de empréstimos de redesconto, sendo aceito ativos/títulos diversos como garantia, ou seja, uma gama mais ampla de ativos, apostando que isso contribuiria para queda do *spread*³⁸ (adicional pelo risco) entre esses títulos. Por isso, as hipotecas, como as da agência estadunidense Fannie Mae, começaram a ser aceitas em forma garantia, dando maior liquidez a esses ativos e corroborando, assim, para que seus preços regredissem no mercado financeiro e, por conseguinte, equalizassem aos preços dos ativos do tesouro dos EUA, conforme observado no gráfico 5 a seguir.

³⁸ Spread: refere-se à diferença entre o preço de compra (procura) e o preço de venda (oferta) de um título, ação ou transação monetária. Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Spread>>. Acessado em 09/11/2010.

Gráfico 5: Evolução dos spreads sobre os títulos de cinco anos do Tesouro Americano dos créditos garantidos pela Freddie Mac e Fannie Mae



Fonte: elaboração por Borça Júnior e Torres Filho (2008), com base nos dados da Bloomberg

No entanto, para Borça Júnior e Torres Filho (2008, p. 155), as medidas foram insuficiente devido:

Contudo, todas essas medidas de liquidez tornaram-se insuficientes diante do pânico que tomou conta dos mercados a partir da quebra do banco de investimento Lehman Brothers – evento catalisador do processo de agravamento da crise. Após esse episódio, o FED não apenas estendeu algumas de suas linhas de crédito para instituições não-depositárias, mas realizou a operação de salvamento da AIG – maior seguradora dos EUA, e criou uma linha direta para a compra de *commercial papers* das empresas norte-americanas.

A alta volatilidade nos mercados financeiros e a reformulação nas instituições financeiras provocadas pela crise de 2007, conforme afirmou Lima e Mathias (2009), levanta discussão a respeito do papel a ser desempenhado pelos governos ou pelos seus órgãos oficiais, na regulação e fiscalização do sistema financeiro internacional, para que sejam minimizados os efeitos de crises para outros setores da economia. Na afirmação de Lima e Mathias (2009, p. 14), além das medidas estabilizadoras já expostas anteriormente, outras, como fusões e mudanças no perfil das instituições financeiras tiveram impactos em pontos específicos, conforme apontado a seguir:

Dentre os bancos de investimentos do EUA, o *Goldman Sachs* e o *Morgan Stanley* viraram comerciais; o *Lehman Brothers* faliu e vendeu parte de suas operações para o *Barclays Bank* do Reino Unido; o *Merrill Lynch* foi vendido para o *Bank of America* para o pior; e o *Bear Sterns* foi vendido ao *J. P. Morgan Chase*. A crise também levou à nacionalização das duas agências de crédito imobiliário dos EUA mais importantes, a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*. A seguradora *AIG* dos EUA também precisou ser nacionalizada.

Ainda, segundo os autores, a movimentação não só demonstra uma reformulação no sistema financeiro, como também mostra uma coordenação do governo dos EUA, no sentido de buscar dar maior credibilidade às medidas de saneamento das instituições financeiras e acalmar, com isso, o pânico provocado pela crise entre os investidores. Para isso as autoridades americanas disponibilizaram maior liquidez ao sistema financeiro, especialmente entre os bancos, uma vez que, a crise de escassez de liquidez no mercado interbancário poderia ampliar a insegurança entre os agentes econômicos.

Nas palavras de Inácio (2009, p. 79), em um primeiro momento, as “[...] falências e intervenções por sua vez espalham a desconfiança sobre o mercado financeiro e sobre os agentes econômicos, que passam a temer por seus recursos poupados”. Já em um segundo, as instituições que resistiram à crise, motivadas pela insegurança deixada pelo “calote” da dívida imobiliária, restringiram seus empréstimos para a economia como um todo, resultando em menos crédito para as empresas e, com isso, há uma desaceleração da atividade econômica, chegando à depressão econômica, de acordo com Carvalho (2008, p. 21 *apud* INÁCIO, 2009, p. 79).

Em linhas de conclusão, nota-se que o grande dilema que a crise financeira mundial de 2008 trouxe à tona foi a adoção de medidas estatizantes pelos EUA, justamente no “berço” do liberalismo econômico, políticas intervencionistas foram largamente impostas no sistema financeiro norte-americano, bem como também em alguns setores da indústria. Aqui se volta à discussão entre a intervenção do Estado na economia, defendida por Keynes, e o liberalismo, pelos monetaristas.

Pela teoria keynesiana, segundo Lima e Mathias (2009), tomando como base o artigo *Dossiê da crise* elaborado pela Associação Brasileira Keynesiana em novembro de 2008, baseado na “[...] teoria keynesiana e afins, a ‘mão invisível’ do mercado não funciona adequadamente sem o complemento da mão visível do Estado”. Portanto, para os keynesianos o mercado deve ser guiado pelas diretrizes estatais, já que as forças de mercado não são capazes de conduzir a economia ao

pleno emprego. Ao contrário, os monetaristas ou liberais que tiveram grande destaque após a crise do petróleo na década de 70 até por volta de 2007, segundo De Sousa (2009), defendem que não havia mais espaço para o Estado intervir na economia, uma vez que, o governo só deveria preservar a ordem econômica e política, enquanto o capital privado deveria ser guiado pelas relações de mercados.

Logo, a crise financeira sofrida pelas economias em 2008 trouxe à tona a discussão de toda uma política neoliberal praticada na maioria dos países desde a década de 70. O debate volta-se, principalmente, em relação à desregulamentação financeira que o sistema financeiro mundial sofreu nessas últimas décadas, acarretando, assim, à deterioração das finanças dos principais bancos dos EUA e Europa. A situação exigiu uma atuação ativa do governo, nos processos de estatizações e fusões de agências de investimentos e bancos comerciais, para enfrentar os problemas advindos da crise financeira. Já que os riscos de falência eram iminentes e foram atribuídos ao excesso³⁹ de exposição dessas instituições a ativos lastreados em dívidas securitizadas, ou seja, inovações financeiras criadas pelas instituições sem restrições das autoridades monetárias.

Assim, num primeiro momento as medidas adotadas atenuaram a crise, mas os reflexos ainda repercutem sobre a economia mundial, principalmente com o enfraquecimento de muitas economias Europeias no pós-crise. Por outro lado, criou-se um custo elevado com as medidas de saneamento do mercado financeiro e isso deverá ser arcada pelos países nos próximos anos, reduzindo os níveis de investimentos na economia.

2.3 UM PANORAMA GERAL DA CRISE SOBRE O BRASIL

Neste item será discorrido, com base em Marques e Nakatani (2009), acerca da crise financeira de 2008 para o Brasil, procurando destacar, de uma forma geral, os principais efeitos da turbulência financeira para a economia brasileira, não tendo o objetivo de aprofundar os impactos sobre mercados específicos, já que serão retomados no capítulo seguinte, com a discussão do mercado de crédito no Brasil.

³⁹ Excesso de exposição é definido pelas Posturas de Minsky, explicadas na página 38.

Até meados de 2008, os efeitos da crise financeira mundial não tinham atingido a economia brasileira com grande impacto. Mas a partir do segundo semestre de 2008, a situação começou a mudar, visto que, alguns sinais do aparecimento da crise já eram notórios.

Assim apontam os autores:

No momento em que a crise começou nos Estados Unidos, o Brasil não apresentou resultados preocupantes em seus indicadores. Muito pelo contrário, manteve seu ritmo de crescimento. Contudo, o agravamento da situação mundial, no segundo semestre de 2008, especialmente a partir de setembro, foi rapidamente sentido no país. Primeiramente as ações negociadas nas Bolsas caíram, houve antecipação da remessa de lucros e dividendos para o exterior e o dólar começou uma trajetória de valorização frente ao real. Os impactos sobre a produção, consumo e emprego não se fizeram tardar, registrando queda tanto na demanda interna como externa.

O Banco Central Brasileiro, percebendo que as empresas estavam tendo dificuldades de captação de recursos externos, reduziu o compulsório bancário para que a oferta de crédito se ampliasse, contribuindo assim com novas linhas de créditos destinados às exportações. Também o governo elevou a capacidade de empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) para financiar novos projetos, incentivando os empreendedores a continuar ampliando o setor produtivo. Por outro lado, foi adotada uma política fiscal expansiva de redução de alguns impostos, com o objetivo de aumentar a capacidade de consumo das famílias, isso ajudou a manter demanda agregada em alta durante a passagem da crise.

Outro problema enfrentado foram os resultados da balança comercial negativo, uma vez que em torno de 80% da pauta de exportações brasileiras são *commodities*⁴⁰, e os preços das *commodities* caíram 61,5% no período da crise. O que ocasionou o déficit na balança comercial em janeiro de 2009, pairando em torno US\$ 518 bilhões, mesmo com o dólar se valorizando em 23,83% frente ao real, ainda assim as importações de produtos brasileiros pelo resto do mundo decaíram.

Os apontamentos anteriores refletem diretamente sob o emprego, já que com a retração das exportações e queda na demanda interna afetam ativamente as vendas, consequentemente será revertido para o nível de produção das indústrias.

⁴⁰ *Commodity*: Nas relações comerciais internacionais, o termo designa um tipo particular de mercadoria em estado bruto ou produto primário de importância comercial, como é o caso do café, algodão, estanho, cobre etc. disponível em: <<http://www.ens.ufsc.br/~soares/dicionario.htm>>. Acessado em 10/ 11/ 2010.

Em meados de 2008 até 2009, foi um período marcado pelas demissões, queda na produção industrial e postos de trabalhos foram cortados, mas o cenário começou a reverter-se.

O consumo de energia elétrica teve redução significativa em 2009, segundo a Empresa de Pesquisa Energética (EPE), sendo que o principal responsável pelo recuo foi a indústria. Conforme reflexos da crise, verificaram-se reduções nos indicadores de produção industrial, devido às paralisações parciais ou totais das atividades.

Já o setor de crédito bancário não estatal, a redução da disponibilidade para pessoas físicas não foi expressiva. Todavia, parte desses empréstimos foi concedida para o refinanciamento de dívidas, inclusive as dos cartões de créditos. Como os agentes econômicos estavam com nível elevado de dívidas, as instituições financeiras aumentaram o *spread* bancário com o objetivo de compensar os riscos que os tomadores representavam aos emprestadores.

Ainda, para os autores, o governo aumentou significativamente as linhas de créditos concedidas pelos bancos estatais, para suprir a ausência das instituições financeiras privadas. Em outro campo, houve flexibilização para que instituições bancárias estatais pudessem fazer aquisição de participações financeiras, em instituições bancárias e auxiliares, com dificuldades, sem a necessidade de licitação. Também, incluída nas medidas de contenção da crise e para estimular o consumo, foi reduzido o imposto sobre produto industrializado (IPI), em alguns casos praticou a isenção total. Nessa mesma ideia, reduziu-se o imposto de renda da pessoa física e imposto sobre operações financeiras (IOF).

Assim, para Marques e Nakatani (2010, p. 14), “a crise internacional atingiu a economia basicamente através de três canais: a) forte queda dos preços das *commodities*; b) retração da demanda internacional; e c) redução expressiva do fluxo de capitais estrangeiros”. Ainda, para os autores, as medidas adotadas pelo governo e Banco Central foram direcionadas pelo aumento do crédito, reestruturação bancária para evitar a insolvência, estímulo à demanda via renúncia fiscal e ampliação dos benefícios aos desempregados. Na afirmação de Marques e Nakatani (2010, p. 14), pelo “[...] ponto de vista teórico, também aparentemente, seriam medidas Keynesianas, através das quais a intervenção estatal está sendo redirecionada com vistas ao crescimento econômico”. Nesse ínterim, as políticas foram implementadas no sentido de combater a crise, pela expansão da base

monetária com o objetivo de ampliar a oferta de crédito aos agentes econômicos e, com isso, manter a demanda agregada em alta.

Por conseguinte, a reestruturação bancária e o fortalecimento da atuação do BCB perante a economia foram imprescindíveis para formação do sistema financeiro brasileiro robusto. Aliado ao papel desempenhado pelas instituições financeiras, especialmente as estatais, na superação da crise dos mercados, as medidas adotadas pelo governo brasileiro no combate à crise foram acertadas, na medida em que os reflexos dos mercados mundiais para o Brasil foram, em grande parte, neutralizados por ações do governo.

As políticas de expansão do crédito, por meio de bancos estatais, e reduções de impostos, em determinados setores, impulsionaram o mercado consumidor, evitando que muitos postos de trabalhos fossem extintos. Dessa forma, os fundamentos da economia, sistema financeiro estruturado e políticas estabilizadoras foram determinantes para que o Brasil entrasse tardiamente na crise e fosse um dos primeiros a retomar o crescimento.

2.4 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

A transmissão da crise para os mercados se deu por intermédio da estrutura que se formou em torno mercado internacional, com as inovações e com os novos produtos criados, sendo que isso foi possível pela implementação, ao longo dos anos, de uma política de gradativa desregulamentação do sistema financeiro internacional.

Para tanto, os agentes em busca de maiores ganhos começaram a assumir posturas financeiras mais rentáveis e menos seguras na formação de seus portfólios, ou seja, a estrutura de endividamento passou de Hedge para especulativa e Ponzi, conforme teorizado por Minsky. Com isso as operações de compra e venda de ativos tornaram-se mais arriscados, levando a deterioração da estrutura de salvaguarda prudencial aos investimentos e, ainda, a interdependência entre os mercados e a redução do controle pelas autoridades monetárias potencializaram o efeito sistêmico da crise sobre as expectativas dos agentes.

No segundo item verificou-se que as medidas adotadas pelos EUA, para atenuar os efeitos da crise, concentraram-se na intervenção, na aquisição e na fusão

dos bancos dos EUA, no sentido de garantir a liquidez no sistema financeiro internacional e retomar a confiança dos investidores. Para isso, foram impostas medidas estatizantes e de controle rígido sobre as instituições financeiras, ou seja, os meios de tentativa de estancamento da crise geraram controvérsias às políticas que até então foram defendidas e fundidas por esta nação.

O último item expôs em linhas gerais o comportamento da economia brasileira perante a crise. Notou-se que em decorrência da turbulência internacional houve retração dos recursos externos e queda nas vendas para o exterior. Já no âmbito interno, foram adotadas medidas para fortalecer o crescimento da demanda agregada, através da redução de impostos e estímulo ao crescimento do emprego e da renda

O próximo capítulo abordará o estudo acerca do mercado de crédito bancário brasileiro, iniciando pela estruturação do Sistema Financeiro Nacional e suas reestruturações ocorridas nos últimos anos, até a expansão ou retração do crédito com a chegada da crise ao Brasil.

3 A CRISE NO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

A proposta deste capítulo é apresentar os reflexos da crise sobre o mercado de crédito bancário brasileiro. Para isso, utilizar-se-á a base teórica desenvolvida no segundo capítulo, assim como, dados sobre os impactos no mercado de crédito.

Para tanto, o primeiro item discorrerá a respeito da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN), bem como sobre os conceitos que se faz necessário para o entendimento do sistema. Será realizado, também, um estudo sobre o mercado de crédito bancário do Brasil, levando em consideração as transformações ocorridas nos anos anteriores à crise.

O segundo item exporá o comportamento das instituições financeiras frente à disponibilidade ou restrição de crédito num contexto de crise. Partindo para uma explanação mais aprofundada em relação à chegada da crise ao Brasil e o impacto no sistema de crédito nacional. A discussão transcorrerá, ainda, em torno das políticas adotadas pelo governo para impulsionar a demanda, por meio de estímulo à expansão do crédito.

3.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN)

O sistema de crédito é um dos principais fatores para o bom desempenho da economia de uma nação. Muitas das relações entre os agentes econômicos estão pautadas nas disponibilidades de créditos, denotando sua importância nas relações econômicas. Cabe ao governo e ao setor financeiro privado desenvolver e estruturar o mercado creditício, objetivando suprir as demandas geradas pelos agentes econômicos, a fim de ampliar os níveis de investimentos e elevar o consumo, sobretudo, disponibilizar recursos necessários para o crescimento econômico continuado.

Mas antes, é necessária a presença de um sistema financeiro estruturado e equilibrado, para que o mercado de crédito possa se desenvolver pautado na segurança jurídica e nas normas criadas pelas autoridades centrais.

De acordo com Ferreira (2005, p. 1), "Sistema Financeiro Nacional (SFN) pode ser definido como o conjunto de instituições e órgãos que regulam, fiscalizam e

executam as operações relativas à circulação da moeda e do crédito”. Já a definição apontada pelo Banco Central do Brasil⁴¹ (2010) é:

O Sistema Financeiro Nacional do Brasil é formado por um conjunto de instituições financeiras voltadas para a gestão da política monetária do governo federal. Bem como, conjunto de instituições e instrumentos financeiros que visam transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários.

Ainda, conforme a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, artigo 192, a Carta Constitucional conceitua o SFN do Brasil e estabelece seus objetivos essenciais, de forma que as alterações e as regulamentações posteriores somente se darão mediante lei:

O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

Segundo Ferreira (2005), o SFN do Brasil foi estruturado em dois subsistemas: Subsistema de Supervisão e Subsistema Operativo. Sendo que, para Ferreira (2005, p. 1), aquele “tem como função editar normas que definam os parâmetros de recursos dos poupadores aos tomadores e controlar o funcionamentos das instituições e entidades que efetuem atividades de intermediação financeira”. Enquanto este, “tem como função operacionalizar a transferência de recursos do poupador para o tomador, de acordo com as regras estabelecidas pelas entidades integrantes do Subsistema de Supervisão”.

O Subsistema de Supervisão é subdividido em duas autarquias e um conselho normativo, conforme assinalado pelo Banco Central do Brasil⁴² (2006):

1. Conselho Monetário Nacional (CMN); “tem a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do País.”

2. Banco Central do Brasil (BACEN); é uma instituição autárquica executora da política monetária. Exerce, sobretudo, o papel de autoridade supervisora das

⁴¹ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BCUNI20090331>>. Acessado em 25/10/2010.

⁴² Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?CMNENTENDA>>. Acessado em 25/10/2010.

instituições financeiras, e desempenha, ainda, a função de banco oficial do governo como emissor de moeda.

3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM); é uma instituição autárquica em regime especial, que “desenvolve, regula e fiscaliza o Mercado de Valores Mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários”. (CVM, 2010)⁴³

O Subsistema Operativo também é subdividido em instituições que são subordinadas à regulamentação do BACEN, CMN e CVM, conforme classificação do Banco Central do Brasil (2010), explicados por Ferreira (2005):

1. Instituições financeiras são;

[...] para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas, públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou de estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer dessas atividades, de forma permanente ou eventual. As Instituições financeiras somente podem funcionar no Brasil mediante prévia autorização do Banco Central do Brasil ou, quando estrangeiras, por intermédio de decreto do presidente da República.

1.1. Instituições financeiras bancárias, são “[...] aquelas autorizadas a captar recursos junto ao público sob a forma de depósitos à vista [...]”.

1.2. Instituições financeiras não bancárias, “[...] ou não monetárias são aquelas não autorizadas a captar recursos sob a forma de depósitos à vista”

2. Instituições do sistema brasileiro de poupança e empréstimos, “são aquelas autorizadas a captar recursos sob a forma de depósitos em caderneta de poupança, cujos recursos são destinados principalmente ao financiamento habitacional”.

3. Agentes especiais, “são instituições que executam funções atípicas, diferenciadas da espécie a que pertencem”.

4. Sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, “são instituições que prestam serviços a poupadores e tomadores, mediante compra e venda, como intermediários, de títulos e valores mobiliários e câmbio”.

5. Sistema de pagamento é composto pelo Sistema de Liquidação e Custódia de Títulos e Valores Mobiliários (SLCTVM) que prestam serviços a intermediários

⁴³ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/relgest/RelatórioGestãoCVM2009.pdf>>. Acessado em 25/10/2010.

financeiros, propiciando condições para emissão e circulação de títulos e valores mobiliários, sem, no entanto, efetuar operações de compra e venda.

Também, existe no Subsistema Operativo uma segmentação de quatro grandes “mercados” que estão presente no SFN, de acordo com as especificações da Comissão de Valores Mobiliários⁴⁴ (2010), seguem-se as definições:

Mercado monetário: é o mercado onde se concentram as operações para controle da oferta de moeda e das taxas de juros de curto prazo com vistas a garantir a liquidez da economia. O Banco Central do Brasil atua neste mercado praticando a chamada Política Monetária.

Mercado de câmbio: mercado onde são negociadas as trocas de moedas estrangeiras por reais. O Banco Central do Brasil é o responsável pela administração, fiscalização e controle das operações de câmbio e da taxa de câmbio atuando através de sua Política Cambial.

Mercado de capitais: tem como objetivo canalizar recursos de médio e longo prazo para agentes deficitários, através das operações de compra e de venda de títulos e valores mobiliários, efetuadas entre empresas, investidores e intermediários. A Comissão de Valores Mobiliários é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.

Mercado de crédito: atuam neste mercado diversas instituições financeiras e não financeiras prestando serviços de intermediação de recursos de curto e médio prazo para agentes deficitários que necessitam de recursos para consumo ou capital de giro. O Banco Central do Brasil é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.

Para Corazza (2000), o SFN, a partir do Plano Real, sofreu impactos importantes na sua estrutura e funcionamento, sentidos, principalmente, pelos bancos brasileiros. Assim, as instituições financeiras, que tinham seus dividendos originados quase na sua totalidade de receitas inflacionárias, tiveram que se adaptar ao seu fim, com a implantação do Plano Real em 1994, obrigando os bancos a readaptarem suas estruturas administrativas, mediante redução de custos e, sobretudo, implementação de novas fontes de receitas. Dessa forma, pela menção de Corazza (2000, p. 1), “[...] além dos grandes bancos e médios, inúmeras pequenas instituições foram extintas. Isto provocou a redução do número de bancos e uma acentuada concentração do sistema bancário”. Ainda, para o autor, o Plano Real promoveu uma abertura do sistema bancário nacional ao capital externo, por intermédio da entrada de novas instituições ou pela aquisição de bancos nacionais por estrangeiros, levando ao processo de internacionalização bancária no Brasil. Segundo Corazza (2000), a perda das receitas inflacionárias, com a implantação do

⁴⁴ Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/OSistemaFinanceiroNacional/tabid/91/Default.aspx?controleConteudo=vieWRespConteudo&ItemID=332>>. Acessado em 25/10 /2010.

Plano Real, foi decisiva para que os bancos ampliassem suas opções de receitas, expandindo principalmente para a prestação de serviços bancários. Isso permitiu ao setor que mantivesse o montante de dividendos que eram auferidos no período inflacionário, dessa forma, as instituições financeiras conseguiram obter êxito num mercado cada vez mais competitivo e globalizado.

Mesmo com as instituições bancárias mantendo níveis elevados de rentabilidade, oriundos de novos serviços e produtos ofertados, o sistema financeiro apresentou elevação da vulnerabilidade, devido ao aumento dos créditos de liquidação duvidosa. Para Corazza (2000), as mudanças estruturais no sistema financeiro produziram apreensão no setor, motivadas pela possibilidade do surgimento de uma crise sistêmica que poderia abalar as instituições financeiras, substancialmente depois que o Banco Econômico e o Nacional entraram em crise. Isso obrigou o governo a intervir, de forma efetiva, no sistema financeiro brasileiro em 1995, implantando o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e, dentre outros, medidas saneadoras para o fortalecimento do sistema financeiro. Os objetivos básicos do PROER, apontado por Maia (2003, p. 5), foi:

Salvaguardar o sistema de pagamentos e penalizar más políticas bancárias. Salvaguardar o sistema de pagamentos significa proteger os depósitos; penalizar más políticas bancárias, transferir o controle acionário do banco problemático. Desse modo, as operações PROER foram estruturadas de maneira a preservar a exigibilidade dos depósitos bancários *a qualquer tempo*⁴⁵. Ao mesmo, ao transferir o controle acionário do banco problemático, o PROER reduziu o risco moral das operações-salvamento⁴⁶.

Portanto, as medidas adotadas pelas autoridades brasileiras, no decorrer dos anos iniciais do Plano Real, foram de fundamental importância para construir um SFN melhor estruturado e equilibrado. Com isso, o sistema bancário nacional se fortaleceu, mesmo o país sendo atingido por sucessivas crises mundiais, entre tais, a crise asiática em 1997, crise russa em 1998, crise do Brasil em 1999 (crise de confiança), crise da argentina em 2002 e a crise nos mercados mundiais em 2008, ainda assim, o SFN não sofreu modificações consideráveis em sua estrutura.

⁴⁵ De acordo com Maia (2003, p. 5), "os depósitos mantiveram-se exigíveis a qualquer tempo por meio de sua transferência integral do banco problemático para o *banco bom*."

⁴⁶ Conforme Maia (2003, p. 5), "o controle acionário do banco problemático é transferido por meio da venda do *banco bom*." Ou seja, é realizado uma separação entre a parte do banco problemática e parte que se encontra sanada financeiramente.

3.1.1. Panorama geral do mercado de crédito bancário brasileiro

O mercado de crédito tem grande importância no desenvolvimento econômico de um país visto que, diante da disponibilidade de crédito, as instituições financeiras desempenham o papel de adiantar os recursos necessários para a tomada de decisão dos empresários de realizar investimentos. Quando as decisões são acertadas e bem-sucedidas geram poupança (lucros), que serão revertidos para efetuar o pagamento do empréstimo inicial. Com isso, o investimento é financiado via mercado monetário, sem comprometer a autossustentação do processo de acumulação. (PRATES; FREITAS, 2010).

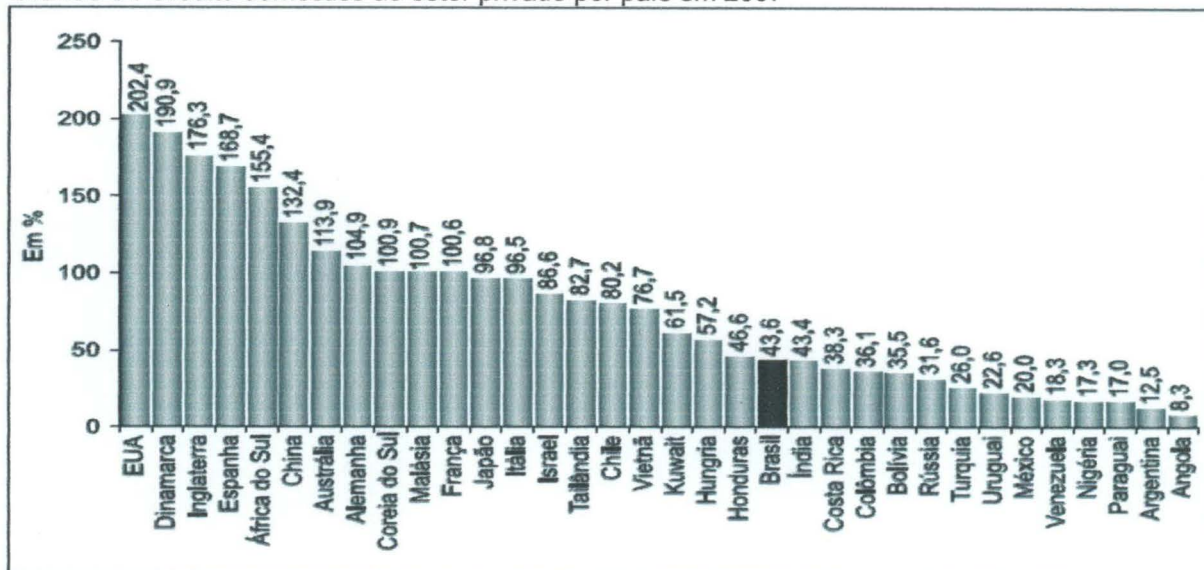
Sabe-se que o desenvolvimento econômico tem relação direta com a ampliação da oferta de crédito. Para Oreiro *et al* (2010, p. 12),

A oferta de crédito é causa e consequência do crescimento econômico, já que propicia uma maior elasticidade no crescimento dos gastos dos agentes (firmas e famílias), antecipando poder de compra novo, mas ao mesmo tempo o próprio crescimento do produto e da renda acaba, pelo lado da demanda, por estimular o crescimento do crédito.

Na medida em que o mercado de crédito se expande, os agentes econômicos ficam mais propensos a alavancar os investimentos e aumentar o consumo, dado que há uma elasticidade na oferta de crédito. Portanto, gera maior demanda na economia e, por fim, acelera a expansão do emprego e da renda no ciclo econômico.

O que se observa com isso, é que em economias onde o mercado de crédito é pouco desenvolvido, os agentes empreendedores têm dificuldade de aumentar a capacidade produtiva, visto que os projetos só poderão ser empreendidos à custa de autofinanciamento ou ficarão a mercê da disponibilidade de recursos do governo.

Para estudar o mercado de crédito bancário brasileiro, inicialmente é necessário conhecer a forma que se pode mensurar e referenciá-lo a algum indicador macroeconômico. Para isso, segundo De Araujo *et al* (2009, p. 44), uma importante medida de referência das condições e profundidade do mercado de crédito bancário, é a relação entre volume de empréstimos com Produto Interno Bruto (PIB) do país. Como forma de ilustração será apresentado, no gráfico 6, o grau de disponibilidade de crédito por 34 países em 2007, levando em consideração a metodologia empréstimo/PIB.

Gráfico 6 : Crédito doméstico ao setor privado por país em 2007

Fonte: Financial Structure Database (2008 *apud* DE ARAUJO *et al*, 2009, p. 45)

Analisando os dados mostrados pelo gráfico acima, observa-se que nos países desenvolvidos a relação entre empréstimos/PIB chegou a 200 % em 2007. Nota-se, também que, alguns países emergentes, como a China, têm nível elevado de crédito à disposição dos agentes, ficando em torno de 100%. Já os empréstimos realizados em 2007, pelo mercado de crédito brasileiro, fecharam em 43,6 % do PIB, razões que serão expostas nesta discussão.

Segundo Djankov *et al* (2004 *apud* DE ALMEIDA, 2008, p. 51-52), além do nível e da elevação da renda *per capita* (renda auferida por um país dividida pela sua população total), outros dois fatores afetam a disponibilidade de crédito, que é a falta de proteção aos direitos dos credores, ocasionado pela morosidade da justiça, e a pouca informação disponível sobre os tomadores. No estudo realizado sobre o mercado creditício brasileiro, os autores constataram que esses fatores criam obstáculos para o desenvolvimento do mercado de crédito, por sua vez, conduzem a efeitos sobre a taxa de juros por meio do *spread* bancário. Mas salientam que a respeito do fator informacional, notam-se alguns avanços, sobretudo, com a implantação do Sistema de Informações de Crédito do Banco Central do Brasil, conhecido abreviadamente por SCR. De acordo com Banco Central do Brasil⁴⁷ (2010, p. 2-3), o SCR entrou em funcionamento em 01/07/2004 e veio ampliar o sistema de informações já disponível desde 1997, chamado de Central de Risco de

⁴⁷ Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/fis/crc/ftp/InformaçõesPreliminares-SCR_v1.pdf>. Acessado em 15/11 /2010.

Crédito, que auxiliava o BCB a supervisionar o SFN. Para tanto, as informações coletadas nesse sistema tem os seguintes objetivos:

O principal objetivo do SCR é prover o Banco Central de informações precisas e sistemáticas sobre as operações de crédito contratadas pelas instituições financeiras com o propósito de proteger os recursos depositados pelos cidadãos nestas mesmas instituições. Além disso, o SCR é utilizado pelas instituições financeiras, desde que com autorização específica de seus clientes, para avaliar a capacidade de pagamento deles e, desta forma, cobrar taxas de juros menores nas operações que oferecem menor risco de crédito.

Além de facilitar a fiscalização das instituições financeiras e fornecer informações sobre tomadores, a intenção das autoridades monetárias é construir um banco de informações, para orientar na formulação e na implementação de políticas creditícias em setores carentes de crédito, bem como reduzir a assimetria de informações entre tomadores e emprestadores. No Brasil a oferta de crédito ainda é muito deficiente, denotando maior disponibilidade em alguns setores mais dinâmicos da economia, levando em consideração que para ter um mercado de crédito forte, requer, sobretudo, sua ampliação, bem como uma legislação que traga segurança aos credores e os provenham de informações.

Então, todos os esforços empreendidos no fortalecimento e na ampliação do mercado de crédito são bem-vindos. E, todavia, ajudam a transpor, segundo De Araujo *et al* (2009, p. 44-45), as barreiras da escassez e da volatilidade que levam ao baixo desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil. A escassez é resultante, em grande parte, do encarecimento da captação de recursos junto aos investidores, devido a altas taxas de juros e a liquidez proporcionada pela aquisição de títulos públicos, em detrimento a outros ativos. Enquanto isso, a volatilidade está associada à vulnerabilidade que os choques macroeconômicos, de origem externa, provocam na economia. Isso provoca a saída de investimentos do país em direção às economias mais sólidas, entre tais, a americana e as européias.

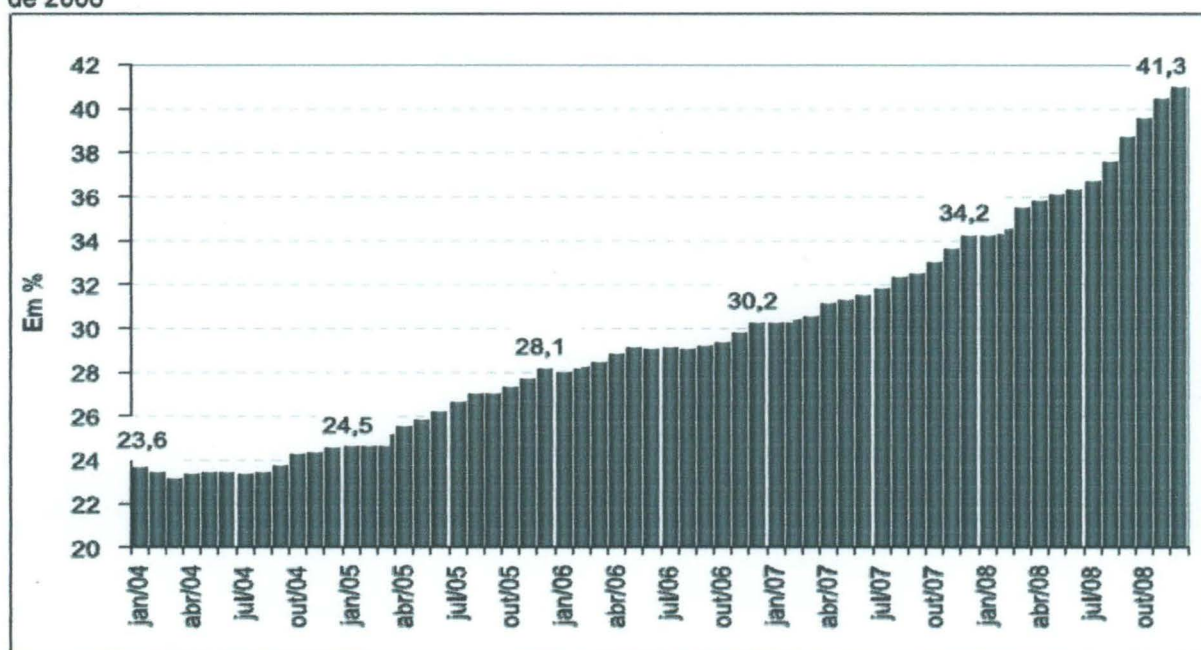
O desenvolvimento do mercado crédito no Brasil foi prejudicado pelas crises que se sucederam entre 1994 a 2002, entre tais, as crises do México em 1994/1995, da Ásia em 1997, da Rússia em 1998, brasileira em 1999 e da Argentina em 2002. Para Basílio *et al* (2010, p. 12), a economia em semi-estagnação, nesse período, motivou os bancos a comporem portfólio combinando rentabilidade e liquidez que ensejaram os títulos públicos. Com isso, a oferta de crédito declinou, atingindo

apenas 23% do PIB em 2003, e ainda baseado em crédito de curto prazo. Assim é apontado por Vasconcelos e Strachman (2002, p. 65 *apud* FONSECA, 2008, p. 146):

Enfim, ao longo dos últimos sete anos, os bancos estrangeiros ampliaram sua participação nas operações de crédito do sistema financeiro nacional. Porém, ao buscarem aproveitar as melhores oportunidades de valorização de seus recursos, tal quais os bancos privados nacionais, priorizaram as aplicações de tesouraria, em especial comprando títulos públicos, para se aproveitarem das altas taxas de juros vigentes na economia brasileira desde 1994. Ou seja, tanto bancos estrangeiros quanto privados nacionais utilizaram-se da crescente emissão de títulos públicos como forma de auferirem grande parte dos seus ganhos. Até o momento, os bancos estrangeiros não se mostraram capazes de alterar a baixa vocação do sistema bancário nacional para a concessão de crédito. Assim, apesar dos avanços observados nos últimos anos, será difícil alcançar os níveis internacionais de participação do estoque de crédito no PIB brasileiro sem antes reduzir as elevadas taxas de juros incidentes sobre títulos públicos federais que possibilitam ao setor bancário expressiva rentabilidade com baixa assunção de riscos.

Passado esse período de instabilidades no cenário internacional, o crescimento econômico começou a florir e apontar novos rumos para a economia mundial. Considerando esse desempenho, graças ao nível elevado de crescimento apresentado pelos países asiáticos, sobretudo, tendo a China como grande indutora desse bom desempenho. Aqui no Brasil, os investidores internacionais retomaram a confiança no país e destinaram grande parte de recursos para a economia brasileira. Com isso, o mercado de crédito nacional se elevou de forma pujante, conforme observa-se no gráfico 7 a tendência crescente da oferta de crédito entre 2004 e 2008, em *percentagem* do PIB brasileiro.

Gráfico 7: Evolução da relação crédito/PIB no Brasil (2004 - 2008) – Dados mensais até dezembro de 2008



Fonte: Banco Central do Brasil (2009 *apud* BORÇA JUNIOR *et al*, 2009, p. 46)

Para Fonseca (2008, p. 147), o crédito na modalidade livre se elevou a partir de 2004 e, por consequência, refletiu positivamente no volume de crédito total/PIB no período que se estende até 2008. Todavia, o Fonseca enfatiza que o crédito direcionado (industrial, habitacional, exportações, rural, etc.) em relação ao PIB se manteve constante no período, em torno de 10% a.a.. Desta forma, conclui-se que o crédito livre, o qual é utilizado para aumentar o consumo das famílias e para suprir capital de giro das empresas, impulsionou a oferta de recursos no mercado creditício brasileiro. Já o crédito direcionado, que é utilizado em maior parte para realizar os investimentos no setor produtivo, sendo disponibilizado junto ao BNDES, e parte para as famílias utilizarem na habitação, não teve alterações significativas até 2007.

Segundo Kroenke *et al* (2009, p. 252), para pessoas físicas, “[...]os exemplos mais tradicionais de crédito são os limites rotativos, cheque especial e cartão de crédito, o contrato de empréstimo, o crédito direto ao consumidor, o crédito imobiliário e o *leasing*”.

Já para fins empresariais, segundo Santos (2000), citado por Kroenke *et al* (2009, p. 252), “[...] destaca-se os contratos de capital de giro, vendor (forma de financiamento de vendas), adiantamento sobre contrato de câmbio, adiantamento sobre cambiais entregues, financiamento à importação e *leasing*”.

Dado essas modalidades de crédito, segundo Borça Junior *et al* (2009, p. 47-48), a evolução do crédito bancário no Brasil foi notado em todos os segmentos, com taxas médias de crescimento de aproximadamente de dois dígitos, entre 2004 a 2008. Sendo que, o maior destaque foi para a concessão de empréstimos às pessoas físicas com 32,4% do total de mercado e também representou o maior crescimento real médio entre 2003 e 2008, com 31,5% ao ano. Isso pode ser observado na tabela 1.

Tabela 1 – Evolução do crédito privado no Brasil (período de 2004-2008)

	TAXA ANUAL MÉDIA DE CRESCIMENTO (2004-2008)	TAXA DE CRESCIMENTO	COMPOSIÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO (2008)	CONTRIBUIÇÃO À VARIAÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO (2008)
Pessoas Físicas	31,5	23,9	32,4	26,6
Indústria	20,5	38,6	24,8	29,2
Outros Serviços	25,1	40,6	18,3	22,4
Comércio	23,6	27,8	10,4	9,5
Rural	17,6	19,3	8,9	6,1
Habitacional	20,4	38,0	5,2	6,2

Fonte: Borça Junior *et al* (2009), com base em dados do Banco Central do Brasil

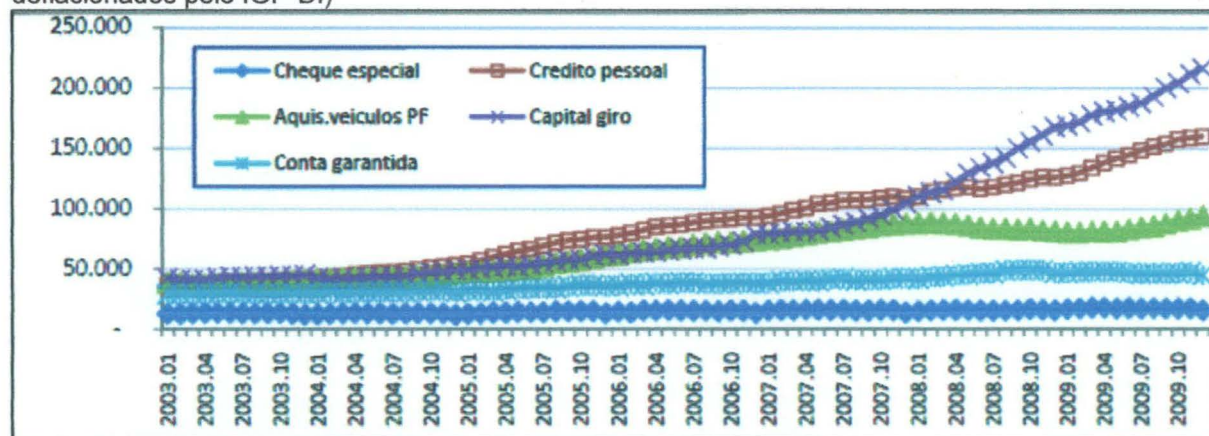
Para Fonseca (2008, p. 148), o destaque do crescimento do crédito direcionado à pessoa física, na modalidade livre, deve-se à institucionalização do crédito consignado, o qual teve uma participação importante na ampliação dos empréstimos às famílias. Mas também houve contribuição para esse crescimento, vindo dos financiamentos para automóveis e bens de consumo duráveis, os quais foram impulsionados pela elasticidade dos prazos dos contratos e pela cobrança de taxa de juros menores.

Já para Oreiro *et al* (2010, p. 5-6), dentre os condicionantes macroeconômicos gerais que motivaram os bancos a reaverem as estratégias de expansão da oferta de crédito, pode-se apontar como o crescimento da renda e do produto, uma certa redução na taxa nominal de juros, a estabilidade macroeconômica e a mudança no perfil da dívida pública (que estimula a mudança na estratégia de aplicação dos bancos, em direção ao crédito). A maior oferta de

recursos foi disponibilizada inicialmente para pessoas físicas e jurídicas, por palpável a avaliação por parte dos bancos. Posteriormente, em meados de 2007, foram disponibilizados também para crédito corporativo, em função da continuidade do crescimento econômico e agora determinado pelo crescimento do mercado interno. Também, os bancos varejistas (Bradesco, Itaú, Unibanco, HSBC, entre outros), otimistas pela demanda crescente por crédito, fizeram aquisições de instituições financeiras especializadas no fornecimento de crédito direto ao consumidor e no financiamento de veículos. Além disso, procuraram realizar parcerias com grandes redes varejistas de comércio, melhorando assim a exploração do nicho representado pelo crédito pessoal.

No gráfico 8, pode-se visualizar melhor a evolução das principais modalidades de crédito livre entre 2003 e 2009. Nota-se que as modalidades de crédito que mais cresceram foram para capital de giro e crédito pessoal.

Gráfico 8: Principais modalidades de crédito em recursos livres (valores em R\$ milhões de dez/2009 deflacionados pelo IGP-DI)



Fonte: Banco Central do Brasil (2009 apud OREIRO *et al*, 2010, p. 16)

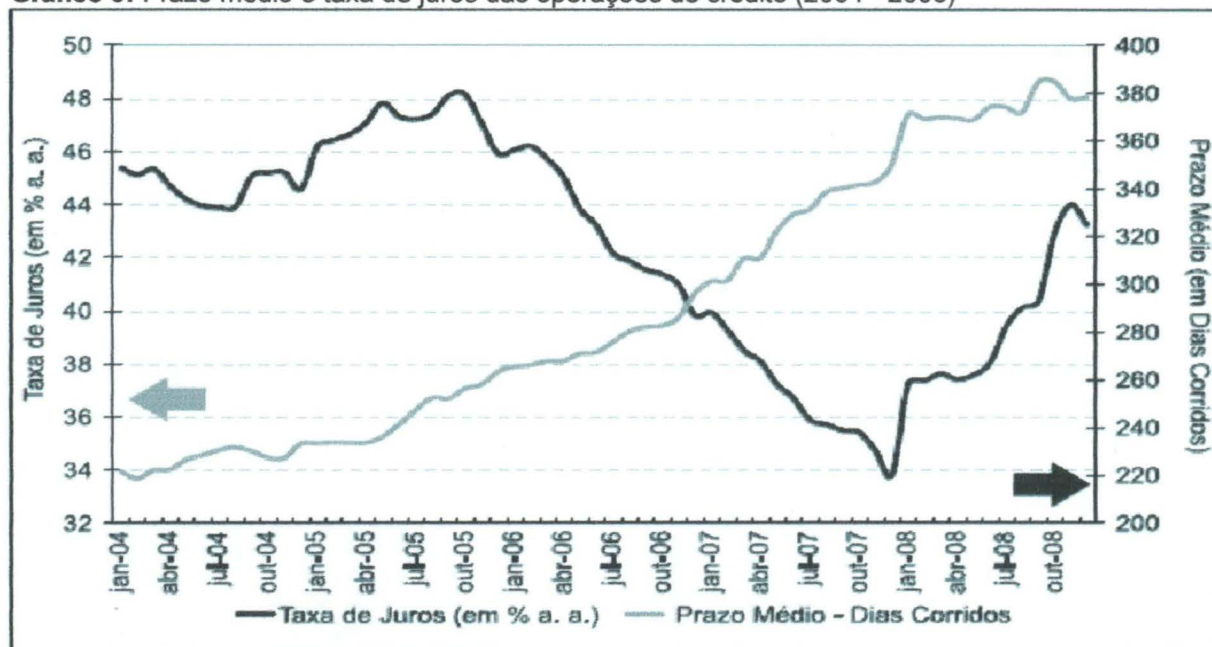
Para tanto, segundo De Araujo *et al* (2009, p. 46), essa ampliação dos empréstimos, também foi acompanhada pelo aumento dos prazos médio das operações creditícias realizadas pelos bancos, a passar de 222 dias em 2004 para 379 dias em 2008, ou seja, aumento de 70,6% no período.

Uma hipótese para explicar essa elasticidade nos prazos, segundo Oreiro *et al* (2010, p. 7), além do crescimento do produto e da renda, que elevam as expectativas dos bancos, de modo a flexibilizar os prazos e taxas de juros convencionadas, é a existência de uma demanda reprimida por crédito (aquisição de bens) que ocasionou o alongamento dos prazos nas operações de crédito. Dado a

existência de uma demanda, porém, em função da restrição orçamentária dos agentes, não era possível a concessão de crédito, uma vez que o valor dos pagamentos será incompatível com a renda. Então, as instituições financeiras em período anterior à crise, movidas pelo otimismo econômico, prolongaram os prazos de quitação dos financiamentos, tornando compatível assim o valor das prestações com a renda do tomador.

No gráfico 9, observa-se o comportamento da elasticidade dos prazos dos financiamentos, bem como é mostrado a queda na taxa de juros entre 2006 e 2007, que reduziu da média dos 48% a.a para menos de 35% a.a.. No entanto, em 2008, a trajetória declinante se inverte em razão do maior risco gerado pela crise do *subprime* e pela crise dos mercados, fechando em patamar acima de 40% a.a..

Gráfico 9: Prazo médio e taxa de juros das operações de crédito (2004 - 2008)



Fonte: Banco Central do Brasil (2009 *apud* BORÇA JUNIOR *et al*, 2009, p. 47)

Além da crise financeira internacional de 2008, segundo Borça Junior *et al* (2009, p. 47), também o aumento da alíquota do IOF no início de 2008, decorrente da recomposição das receitas perdidas, em função da extinção da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), contribuiu para a inflexão da trajetória de queda das taxas de juros.

Conforme assinalado, até 2003 a restrição de crédito era decorrente dos reflexos provocados pelo período de baixo crescimento da economia brasileira (à la

stop and go)⁴⁸ e pelos choques macroeconômicos externos que elevaram o risco-país, contribuindo para maior volatilidade na oferta de crédito.

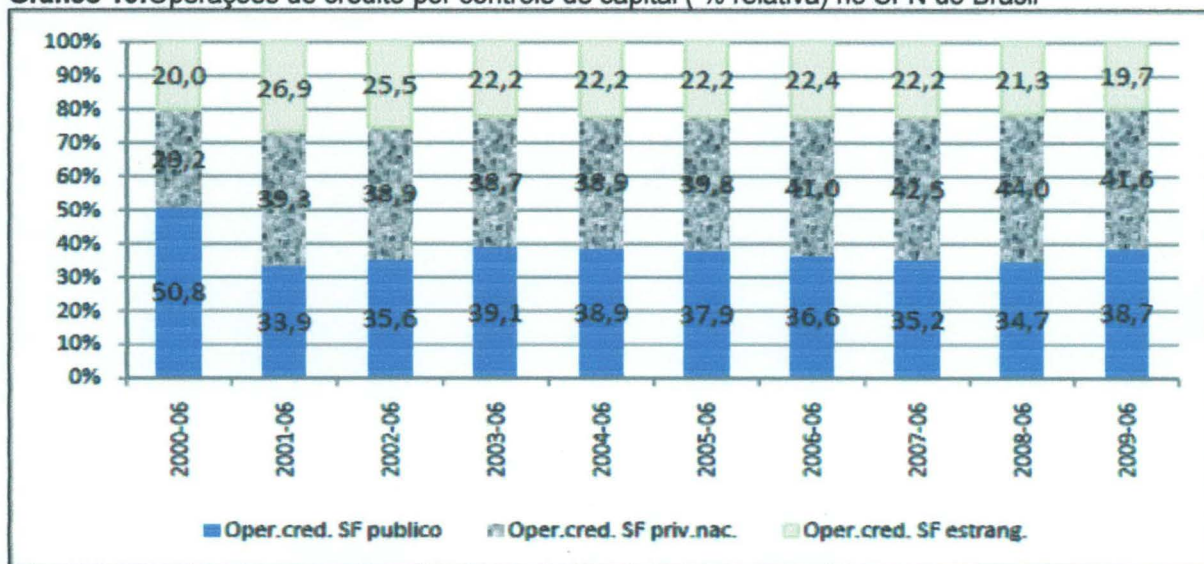
Todavia, após esse período de turbulências até por volta de 2008, a economia brasileira começou a recuperar-se e, com isso, a oferta de crédito iniciou um movimento ascendente, principalmente em decorrência da maior participação dos bancos privados. Aqui cabe a menção que os bancos privados tiveram melhor desempenho em relação aos bancos públicos, no aumento da relação crédito/PIB, até meados de 2008. Para Oreiro *et al* (2010, p. 5), a liderança dos bancos privados na oferta de crédito deu-se em função de terem participado de fusões e aquisições, com isso ganharam *market share*⁴⁹ dos bancos públicos no setor bancário. Por fim, ainda, as instituições financeiras privadas foram mais dinâmicas e estavam menos alavancadas que as públicas.

No gráfico 10⁵⁰, pode ser observado o grau de participação dos bancos públicos, privados e estrangeiros no setor bancário brasileiro, entre meados de 2000 e meados de 2009.

⁴⁸ À *la stop and go*, segundo Carvalho (2006), "foi o período marcado em que a economia brasileira crescia mais significativa em um ano e pouco ou quase nada em outro. Essa característica esteve presente na economia brasileira entre 1995 e 2003 e de acordo com os Keynesianos, foi decorrente do desmonte estatal verificado ao longo da década de 90, a partir da implantação do modelo neoliberal no Brasil."

⁴⁹ "Market share, termo mais comum é 'quota de mercado', ou seja, a expressão tem como tradução participação no mercado e designa a fatia de mercado detida por uma organização." <http://pt.wikipedia.org/wiki/Quota_de_mercado, 2010>. Acessado em 10/11/2010.

⁵⁰ Nota de esclarecimento, a periodização do gráfico foi estabelecida em 12 meses, porém, inicia-se no meio do ano anterior e termina no meio do ano seguinte.

Gráfico 10: Operações de crédito por controle de capital (% relativa) no SFN do Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil (2009 apud OREIRO et al, 2010, p. 17)

Para concluir o estudo acerca do mercado de crédito no Brasil até 2008, destaca-se a importância da reestruturação bancária realizada no pós-real, que possibilitou a concentração bancária e fortalecimento das instituições financeiras privadas. Isso permitiu mais tarde, com o crescimento econômico e a estabilidade macroeconômica, que essas instituições liderassem o processo de expansão da oferta de crédito entre 2004 e 2008.

O crédito com recursos livres liderou a oferta nesse período em comparação ao crédito direcionado. Sendo que, as modalidades que tiveram maior crescimento foram o crédito pessoal, o financiamento de veículo e o capital de giro para as empresas.

Os recursos que permitiram ampliar a oferta de crédito foram captados em maior volume no mercado doméstico. Uma vez que, os bancos viram-se motivados por bons condicionantes macroeconômicos antes no início da crise e trocaram recursos aplicados em títulos públicos por maior disponibilidade oferta de crédito. Dessa forma, as instituições financeiras passam de financiadoras do setor público para emprestar ao setor privado, isso pode ser explicado, em parte, pelas teorias novo-keynesiana e pós-keynesiana vistas no primeiro capítulo.

Para Fonseca (2008, p. 151), a teoria da escola novo-keynesiana aponta que um aumento na taxa básica de juros, diminui os depósitos, potencializa os efeitos da assimetria de informações e, com isso, as instituições financeiras diminuem os empréstimos. Dessa forma, contextualizando a teoria com o comportamento dos

bancos brasileiros nos anos 2004-2008, a expansão do crédito é decorrente da redução dos efeitos da assimetria de informação, que foi provocada pela queda na taxa nominal de juros e pelo aumento dos depósitos.

Já sob olhar da teoria pós-keynesiana, segundo Fonseca (2008, p. 151), quando a taxa básica de juros se eleva, os bancos têm preferência pela liquidez e, com isso, restringem a oferta de empréstimos (maior rentabilidade e menor liquidez) e aumentam as aplicações em ativos públicos (menor rentabilidade e maior liquidez). Por esta teoria, os bancos brasileiros entre 2004 e 2008 alteraram seus portfólios, em função da redução na taxa nominal de juros, para maior rentabilidade em detrimento à liquidez.

O próximo item discutirá o comportamento reverso dos bancos privados com a chegada da crise ao Brasil e, por fim, as medidas contra-cíclicas adotadas pelo governo, por intermédio dos bancos públicos.

3.2 COMPORTAMENTO DO CRÉDITO BANCÁRIO COM A CHEGADA DA CRISE NO BRASIL E AS POLÍTICAS ADOTADAS PARA ATENUAR SEUS EFEITOS

A crise financeira chegou ao Brasil no último trimestre de 2008, depois de um período marcado pelo crescimento econômico e pela expansão do crédito, em decorrência da forte atuação dos bancos privados nacionais, como visto no último item apresentado. Essa oferta de empréstimos se deu principalmente para pessoas físicas na modalidade de crédito livre, posteriormente, por volta de 2007, para o segmento de crédito corporativo. Este último só veio a acontecer, após alguns anos de crescimento constante da economia e do mercado interno, bem como da renda, justificado. Esse atraso é justificado pela dificuldade dos bancos para avaliar os riscos que o setor produtivo poderia trazer para essas instituições financeiras, dado o volume e os prazos prolongados dos empréstimos demandados.

Para Oliveira (2009), a crise chegou ao Brasil quando noticiada a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, em meados de setembro de 2008. Nesse período, a crise tornou-se um evento sistêmico global e, com isso, conduziu a reversão do estado geral de expectativas nas economias avançadas e periféricas. Assim, observou-se que o mercado de crédito brasileiro, tomado pelo cenário de

rápida e crescente aversão aos riscos capitaneados pelos bancos privados, tornou-se mais seletivo e criterioso na concessão de recursos.

Segundo Chernavsky (2009), a crise contraiu o volume de crédito e elevou o seu custo, até mesmo pela desconfiança entre as instituições financeiras. Desde então, as dificuldades para a renovação de crédito se elevaram, dado a postura conservadora adotada pelas instituições financeiras privadas e estrangeiras, com o desenrolar da crise. Com isso, de acordo com Oreiro *et al* (2010, p. 7), um dos principais canais de contágio da crise financeira internacional sobre a economia brasileira foi o mercado doméstico de crédito, além dos impactos diretos sobre os capitais de portfólio que afetaram o comportamento da principal bolsa de valores brasileira (BOVESPA), em decorrência da participação importante de investidores institucionais⁵¹ estrangeiros na bolsa.

Para tanto, segundo Correa *et al* (2010, p. 7), o mais imediato efeito da crise para a economia brasileira foi a redução nas operações de crédito que utilizavam *funding*⁵² externo e os repasses externos, o que contagiou particularmente o crédito corporativo.

Para Chernavsky (2009, p. 6):

[...] O enxugamento rápido e profundo da liquidez internacional decorrente da brutal e repentina desvalorização de uma parcela altamente significativa dos ativos financeiros mundiais e a conseqüente elevação rápida e intensa da aversão ao risco entre as instituições financeiras e grandes investidores internacionais conduziu à abrupta interrupção do fluxo financeiro externo direcionado ao Brasil, comprometendo assim a parcela do financiamento da economia brasileira com origem em recursos externos. Efetivamente, a conta financeira líquida do Banco Central, que havia acumulado um saldo positivo de US\$49,4 bilhões entre janeiro e setembro inverteu-se e, somente em dois meses, setembro e outubro, tornou seu saldo negativo em US\$14,5 bilhões.

⁵¹ "São organizações que negociam grandes volumes de títulos. Alguns exemplos são instituições financeiras e companhias de seguros, fundos de pensões, bancos, sociedades de investimentos e outras qualificadas pela lei." Disponível em: <http://www.cmc.gov.br/apoio_respostas.php>. Acessado em 28/11/2010.

⁵² Recursos obtidos junto a terceiros (instituições financeiras, organismos internacionais, fundos constitucionais, doações) destinados à realização de empréstimos. (Manual de Atendimento Individual – Acesso a Serviços Financeiros – Brasília: SEBRAE, 2007). Disponível em: <<http://www.google.com.br/search?hl=pt-BR&defl=pt&q=define:funding&sa=X&ei=HKT4TKjNIYaKIweYxPyrBw&ved=0CBcQkAE>>. Acessado em 03/12/2010.

Em relação ao comportamento dos investidores internacionais, não havia argumentação muito lógica e incisiva que pudesse convencê-los a investir no Brasil. Isto porque o impacto gerado por um evento que desencadeou a reversão das expectativas dos agentes, não pode ser controlado tão facilmente, pois, segundo a literatura pós-keynesiana, em um processo de crise de insegurança generalizada, os agentes tendem a preferir ativos mais líquidos e aos mercados que proporcionam maior segurança.

Então, restou às autoridades brasileiras trabalhar com as variáveis que estavam sob seu alcance, procurando, assim, afetar positivamente o mercado de crédito bancário. Partindo desse contexto, conforme Oliveira (2009, p. 7), as primeiras medidas ensejaram uma ação coordenada da autoridade monetária e dos bancos públicos para prover o mercado interbancário de recursos, já que os bancos privados nacionais pararam de adquirir as carteiras das instituições financeiras menores, o que conduziu ao empobrecimento de liquidez e, conseqüentemente, a fragilização desses bancos. Tendo em vista que as instituições menores são mais dependentes dos créditos interfinanceiros, pelo fato de não deter bases amplas de depositários e manter as linhas de créditos em nichos específicos do mercado, como financiamento de veículos, crédito consignado, entre outros, necessitam ser capitalizadas pelos grandes bancos.

Ainda, voltando às medidas contra-cíclicas, Oreiro *et al* (2010, p.8) enfatiza que as políticas implementadas pelo governo foram no sentido de contrapor ao comportamento pró-cíclico dos bancos privados. Essas medidas foram empregadas no sentido de aliviar a restrição da liquidez, imposta por essas instituições financeiras. Baseado nisso, reduziu-se o compulsório bancário e incentivou a compra de carteiras de créditos de bancos menores em dificuldades, pelo encorajamento aos bancos do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES). Outras medidas anticíclicas, no sentido de estimular a demanda dos agentes econômicos, foram a redução do imposto sobre produtos industrializados (IPI), sobre veículos, linha branca, alguns bens duráveis e itens da construção civil e o aumento do seguro desemprego, embora não estejam diretamente ligadas ao crédito, tiveram importância indiretamente na expansão do crédito às famílias. Ainda, no primeiro semestre de 2009, houve o lançamento da

política habitacional com a ampliação do crédito para famílias de baixa e de média renda, para atender a demanda dessas classes⁵³.

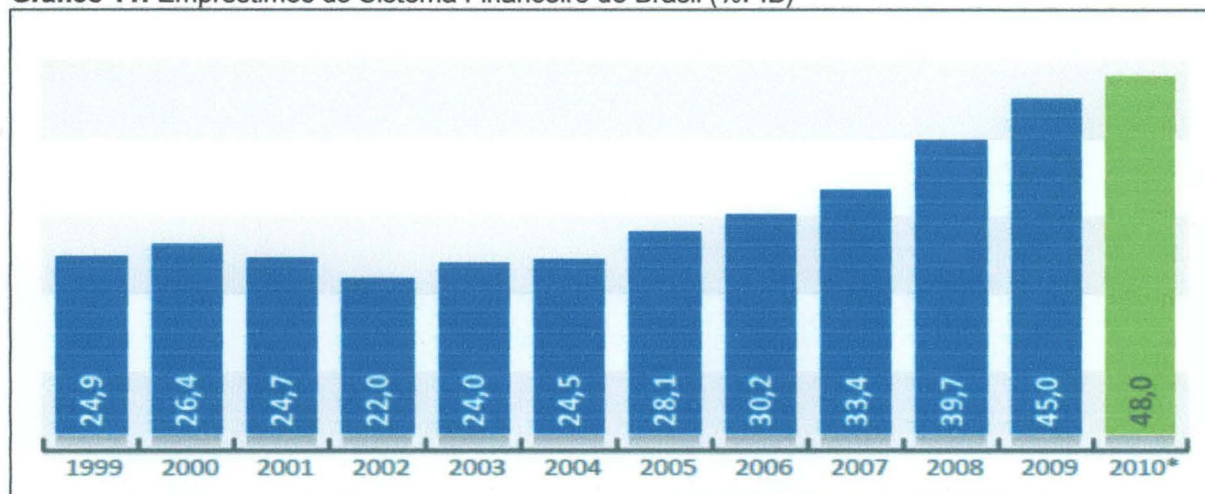
A principal preocupação das autoridades monetárias, com o surgimento da crise, foi o risco da insolvência de bancos pequenos e médios, decorrente da redução da liquidez no mercado interbancário, causada pelo empossamento de liquidez nos grandes bancos privados nacionais, que preferiram investir em títulos públicos. A cautela em relação à escassez da liquidez é preocupante, pois pode gerar insegurança generalizada do SFN.

Segundo relatório⁵⁴ do BCB de maio (2009), no segundo semestre de 2008, houve redução da participação das instituições privadas nacionais e estrangeiras na concessão de crédito, mas, em contrapartida, foi ampliada a importância dos bancos públicos no fator crédito, evoluindo de 34% para 35,9% no crédito total do SFN. Sendo que, nesse período a participação do crédito, em *percentual* do PIB no SFN do Brasil, passou de 36,7 % em junho 2008 para 39,7% ao final do mesmo ano. Ainda, notou-se maior procura por crédito pelos tomadores que requereram valores acima de 10 milhões de reais, que antes da crise captavam esses recursos no mercado internacional, porém, com o início da crise houve cortes nessas linhas de créditos.

No gráfico 11, observa-se que ao final de 2009, o crédito cresceu mais de 13% em relação ao mesmo período de 2008, resultado inferior ao crescimento 2007/2008 que ficou acima de 18%, mesmo assim é um bom resultado para um período de crise.

⁵³ "Programa minha casa minha vida". Disponível em: <http://www.sinduscon-mg.org.br/site/.../cartilha_minha_casa_minha_vida.pdf>. Acessado em 02/12/2010.

⁵⁴ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB200905>>. Acessado em 15/11/2010.

Gráfico 11: Empréstimos do Sistema Financeiro do Brasil (%PIB)

Fonte: Banco Central do Brasil (2010, *apud* MINISTÉRIO DA FAZENDA DO BRASIL, 2010)⁵⁵.

Já de acordo com o relatório⁵⁶ do BCB de outubro (2009), a oferta de crédito em relação ao PIB elevou-se para 43,7% ao final do primeiro semestre de 2009 ante 39,7% em dezembro de 2008. Sendo que, a participação dos bancos públicos continuou crescendo durante a crise, enquanto isso, dos bancos privados nacionais e estrangeiros houve estagnação. Tal fato foi motivado pelo aumento da inadimplência, a qual decorreu do menor nível da atividade econômica em função da crise financeira.

Para Binkowski⁵⁷ (2009):

[...] Os resultados do primeiro trimestre das instituições financeiras demonstram unanimidade: a restrição de crédito elevou o nível de inadimplência do setor, o que pressionou os gastos com provisão, impactando a rentabilidade medida pelo ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido). Por outro lado, os dados mais recentes do Banco Central trazem sinais de retomada. Ela deve ser lenta, principalmente, diante de um crescimento praticamente nulo do PIB este ano e da expansão do crédito de até menos da metade em relação ao que foi o crescimento do que ano passado em relação a 2007. A continuidade da inadimplência deve dificultar a retomada de rentabilidade das instituições. Por isso, a atuação dos bancos deve estar focada em operações de crédito de menor risco, como o consignado, e de forte demanda, como para os investimentos imobiliários.

⁵⁵Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/.../perspectiva-economia-brasileira/.../Economia-Brasileira-Em-Perspectiva-Jun-Jul10.pdf>>. Acessado em 20/11/2010.

⁵⁶Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB200910>>. Acessado em 15/11/2010.

⁵⁷Disponível em: <http://www.acionista.com.br/setor/250509_setor_financeiro.htm>. Acessado em 20/06/2010.

Ainda, as modalidades de crédito consignado e habitação foram os maiores destaque desse semestre, em função de política habitacional implementada, destinado mais recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) para habitação. Enquanto isso, as operações de crédito corporativo foram restringidas pelos bancos privados, mas, por outro lado, o BNDES garantiu os recursos necessários. No entanto, os tomadores com receio da estagnação econômica preferiram restringir a procura de créditos corporativos iguais ou superiores a 10 milhões reais.

Analizando, ainda, o relatório⁵⁸ do BCB de abril (2010), pode-se notar que, no segundo semestre de 2009 iniciou-se um processo de crescimento da atividade econômica, da renda e do emprego. Com isso a oferta de crédito começou a ser retomada, ainda de forma lenta, pelas instituições financeiras privadas. Dessa forma, já num primeiro momento, houve disponibilidade de crédito mais expressivo para pessoa jurídica, principalmente, recursos para capital de giro, investimentos e aquisição de bens.

Já para pessoa física, mantiveram-se os bons índices, em torno de 17% para crédito consignado em folha de pagamento e financiamentos para veículos chegaram a 6%, em função da política de redução do IPI. Com isso, o último semestre de 2009 foi marcado pela expansão do crédito, atingindo 45% do PIB ao final do ano, e ainda houve ampliação dos prazos médios das carteiras, tanto para pessoa física como para jurídica, refletindo menor incerteza quanto à economia pelos agentes financeiros. Essa recuperação é reflexo dos mecanismos que garantiram a solidez do SFN e ajudaram a atenuar ou minimizar os efeitos da crise, conforme apontado pelo BCB⁵⁹ (2009, p. 42) abaixo:

O expressivo volume de ativos líquidos mantidos pelas instituições financeiras no início de 2008, a existência de depósitos compulsórios elevados, os avanços institucionais verificados nos últimos anos, como a criação do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), a eficaz regulamentação prudencial, o elevado montante de reservas internacionais e a evolução da supervisão bancária brasileira foram fundamentais para amenizar os efeitos da crise financeira internacional no mercado doméstico e evitar desdobramentos mais graves para toda a economia brasileira

⁵⁸ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201004>>. Acessado em 15/11/2010.

⁵⁹ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB200910>>. Acessado em 20/11/2010.

Alem disso, as instituições financeiras brasileiras não precisaram arriscar-se no mercado de derivativos *subprimes*, em função da taxa básica de juros paga pelo Tesouro Nacional, nos investimentos em títulos públicos, que proporcionam liquidez e bons índices de rendimentos.

Portanto, ao analisar o comportamento das instituições financeiras na presença de incertezas, notou-se que os bancos privados acentuaram a restrição ao crédito em um período de pré-crise e expandiram quando perceberam sinais de crescimento da renda e do produto, sendo esse comportamento debatido pelos autores pós-keynesianos. Com isso, denotou-se a importância da atuação das autoridades monetárias na manutenção do equilíbrio do Sistema Financeiro, suprimindo a escassez de liquidez em período de crise e, principalmente, a presença de instituições financeiras estatais fortalecidas, para suprir a demanda por crédito e forçar a queda do *spread* bancário.

Para tanto, a crise financeira mundial, em seus reflexos sobre a economia brasileira, levantou a discussão acerca das políticas a serem adotadas pelo governo, partindo da crítica realizada pelos defensores do monetarismo, em relação ao aumento dos gastos do governo durante a crise para manter a demanda agregada crescente e a redução dos impostos sobre o consumo.

Por outro lado, o foco ficou em torno das políticas keynesianas para o enfrentamento da crise. Uma vez que, o Estado atuou de forma contundente para assegurar o crescimento do produto e da renda, através do estímulo ao crescimento da demanda agregada. A intervenção direta do governo na economia, como forma de induzir as expectativas dos agentes econômicos, e o sistema financeiro bem regulado foram decisivos para atenuar os impactos da crise sobre a economia brasileira.

3.3 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

Neste capítulo mencionou-se que o SFN começou a ser reestruturado e fortalecido com a implementação do PROER em 1995, o que permitiu o saneamento das instituições financeiras através das fusões, aquisições, e controle mais rígido exercido pelo BCB sobre a gestão bancária. Com isso, as instituições financeiras tornaram-se robustas e pouco alavancadas, possibilitando a expansão do crédito por

volta de 2003, sendo liderado pelos bancos privados nacionais, os quais perceberam a redução dos riscos inerentes às atividades bancárias, pelo fato da economia apresentar crescimento mais regular da renda e do produto e não conforme à *la stop and go*.

Já em relação ao comportamento do crédito com a crise financeira internacional de 2008, na qual os bancos privados, que são mais conservadores, acuados pela reversão das expectativas em relação ao aumento dos riscos oriundos da crise de confiança nos mercados, preferiram liquidez à rentabilidade. Com isso, restringiram as operações com crédito bancário, entretanto, mesmo com essa decisão, o crédito continuou expandindo graças às políticas contra-cíclicas desencadeadas em conjunto pelas autoridades monetária com os principais bancos públicos (BB, CEF e BNDES).

Portanto, essa crise permitiu fazer algumas observações em relação à importância de possuir um sistema financeiro nacional robusto e composto de instituições públicas e privadas, as quais proporcionam mais equilíbrio ao sistema e, com isso, neutralizam ou atenuam os efeitos adversos desencadeados pelas forças de mercado. Dessa forma, no ciclo econômico os bancos privados se encarregam de expandir o crédito no Brasil, enquanto na instabilidade gerada pela crise de insegurança, o Estado induziu a expansão do crédito, bem como a manutenção do crescimento da demanda agregada.

CONCLUSÃO

Este trabalho procurou discorrer acerca dos principais acontecimentos que foram presenciados no cenário econômico internacional e que tiveram alguma contribuição no surgimento da crise financeira internacional de 2008. Após essa análise, foi desenvolvido um estudo do mercado de crédito bancário brasileiro e os impactos sofridos em razão da crise.

Sabe-se que nas últimas décadas, as políticas econômicas no Brasil, em linhas gerais, foram guiadas pela doutrina liberal, que é caracterizada pela gradativa redução da presença do Estado na economia, tanto na regulação como na fiscalização das relações de mercado. Dessa forma, além das políticas liberais, também as inovações bancárias, criação de novos produtos e a flexibilização para criação de meios, com o objetivo de contornar o regime prudencial estabelecido pelo Tratado de Basiléia em 1988, contribuíram para a formação de mercado amplo de derivativos lastreados na dívida imobiliária norte-americana, sendo expandido para os principais mercados globais.

Todavia, essas mudanças ocorridas trouxeram desequilíbrios e fragilidade para o sistema financeiro internacional, na medida em que as instituições financeiras assumiram posições financeiras mais alavancadas. Com isso, para reduzir os riscos aos quais estavam expostos, desencadearam um processo de securitização dessas dívidas e posteriormente a oferta aos investidores de todas as partes do mundo. Isso representou o espraiamento dos riscos quanto à insolvência dos devedores hipotecários, porém, instaurou-se uma crise de confiança nos mercados após o surgimento das primeiras dívidas hipotecárias insolventes.

Isso provocou o colapso do sistema financeiro mundial, reduzindo a liquidez nos mercados e dificultando a operacionalização das instituições financeiras frente à insegurança dos investidores. Dessa forma, as autoridades governamentais tiveram que agir de modo a atenuar os efeitos sobre as economias, utilizando medidas consideradas contrárias às que eram defendidas e difundidas até então. Assim, em decisões conjuntas foram realizadas fusões, aquisições e aplicações diretas de recursos públicos pelos governos dos EUA e de países da Europa, socializando os prejuízos, na tentativa de evitar o aprofundamento dos impactos da crise sobre as economias.

A economia brasileira desde 2004 vinha apresentando bons resultados em relação ao crescimento do produto, da renda e do emprego. Sendo que, parte dessa expansão econômica foi reflexo da presença de um sistema financeiro nacional bem regulado e equilibrado, com a presença de instituições financeiras reestruturadas e pouco alavancadas. Isso, por sua vez, proporcionou o alargamento do mercado de crédito bancário brasileiro. Assim, o mercado de crédito bancário do Brasil expandiu-se, puxado pela modalidade de crédito livre, até meados de 2008, tendo na liderança os bancos nacionais privados e a maior parte de recursos foi captada no mercado doméstico.

A partir do início da crise, o cenário do mercado de crédito começou a alterar-se, primeiro pela restrição da linha de crédito internacional, que reduziu os recursos destinados ao financiamento das exportações brasileiras, segundo pela diminuição de crédito fornecido pelos bancos nacionais privados, que afetou a renovação e a concessão de novos créditos para os agentes econômicos. No entanto, o problema mais grave concentrou-se na falta de liquidez no sistema interbancário, no qual pequenos e médios bancos tiveram dificuldades para capitalizar-se pela recusa das carteiras de empréstimos pelos grandes bancos privados.

Dada essa situação, as autoridades brasileiras em conjunto com as instituições financeiras públicas desencadearam reações anti-crise, tomando medidas de ampliação das linhas de crédito, entre tais habitação, redução nas taxas de juros, redução do compulsório bancário, compra das carteiras de empréstimos dos bancos em dificuldades e maior vigilância pelo BCB sobre o SFN. Também foi adotada uma política de redução dos impostos sobre veículos, bens duráveis que compõem a linha branca, bens utilizados na construção civil, entre outros, no sentido de manter a demanda agregada em elevação.

Após o estudo da teoria que discorre acerca do comportamento do mercado de crédito e a análise de relatórios, textos e dados, constatou-se que o mercado de crédito bancário brasileiro expandiu, no período pré-crise liderado pelos bancos privados nacionais, e, durante a crise puxado pelos bancos públicos. Além disso, novas modalidades de créditos ganham destaque, entre tais, crédito para habitação, consignado, corporativo e pessoa jurídica. Com isso, conclui-se que a crise financeira internacional encontrou um SFN robusto, bancos pouco alavancados, instituições financeiras públicas fortes e medidas de intervenção estatal contra-

cíclicas pontuais, embasadas na Teoria Keynesiana, o que fez com que o Brasil fosse um dos primeiros países a sair da crise⁶⁰.

⁶⁰ Publicado na revista The Economist, 12 de novembro de 2009. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/14845197>>. Acessado em 03/12/2010.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL

<<http://www4.bcb.gov.br/pec/appron/Apres/Apresenta%E7%E3o%20Henrique%20Meirelles%2030052008.pdf>>. Acesso em: 15/08/2010.

_____. **Banco Central faz novo ajuste em depósito compulsório, 2008.** Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/11/13/ult4294u1886.jhtm>>. Acessado em 10/07/2010.

BIANCARELI, A. M. **Integração, ciclos e finanças domésticas: O Brasil na globalização financeira.** Campinas, 2007. Tese de Doutorado apresentado ao Instituto de Economia da UNICAMP.

BORÇA JÚNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. **A crise do *subprime* ainda não acabou.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 50 p. 1-7, Julho 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/zPublicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Sistema_Financeiro/200807_3.html>. Acessado em 15/07/2010.

BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. **Analisando a crise do *subprime*.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129 -159, dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/BNDES.../rev30_05.pdf>. Acessado em 10/08/2010.

BRAGA, M. B.; PAULANI, L. M. **A nova contabilidade social: Uma introdução à Macroeconomia.** 2º Ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

CARGANHOLO, M. *et al.* **Crise financeira internacional: Natureza e impacto,** 2008. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/crise_financeira_internacional_gep_maio_2008.pdf>. Acessado em 21/10/2010.

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

CARVALHO, R. **Especulação, turbulências financeiras e dúvidas sobre títulos de empresas e países colocam as agências de classificação de risco no centro do debate sobre regulação financeira**. São Paulo, agosto de 2010. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/003/00301009.jsp?ttCD_CHAVE=14712>. Acessado em 20/09/2010.

CHERNAVSKY, E. **O Brasil na Crise: Expectativas sob Incerteza e Comportamento Convencional**. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/1772_8a9b520eb2decc4a8c8838d51148c523.pdf>. Acessado em 13/09/2010.

_____. **Congresso americano diz "não" ao pacote do Governo Bush, e crise deve explodir, 2008**. Disponível em: <<http://acertodecontas.blog.br/economia/zcongresso-americano-rejeita-pacote-e-crise-agora-deve-explodir/>>. Acessado em 22/10/2010

CORAZZA, G. **Crise e Reestruturação Bancária no Brasil, 2000**. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2000_08.pdf>. Acessado em 15/08/2010.

CORAZZA, G. **O monetarismo ou a negação da moeda, 1996**. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/decon/publionline/textosdidaticos/textodid11.pdf>>. Acessado em 10/11/2010.

DATHEIN, R. **De Bretton Woods à Globalização Financeira: Evolução, Crise e Perspectivas do Sistema Monetário Internacional**. Florianópolis, 2002. V Encontro de Economia da Região Sul – ANPEC SUL. Disponível em: <http://www.virtual.ie.ufrj.br/ufrgs/.../textos/Teoria_P_s_Keynesiana.doc>. Acessado em 10/11/2010.

DEOS, S. **A contemporaneidade de Minsky, 2008**. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acessado em 10/11/2010.

DAVIDSON, P. **Financial Market, Money and Real World**. Northhampton, Mass: Edward Elgar, 2002.

DE ALMEIDA, L. F. **AMBIENTE INSTITUCIONAL E CONTRATOS DE CRÉDITOS AGRÍCOLAS: TRÊS ESTUDOS CRÍTICOS**. São Paulo, 2008. Tese apresentada à Universidade Estadual de São Paulo.

DE LIRA, S. R. B. **MORTE E RESSURREIÇÃO DA SUDAM**: Uma análise da decadência e extinção do padrão de planejamento regional na Amazônia. Belém, 2005. Tese apresentada à Universidade Federal do Pará.

DE SOUSA J. R. **Políticas Macroeconômicas para Enfrentar a Crise**. Curitiba, 2009. Trabalho de Monografia apresentada à Universidade Federal do Paraná.

FARHI, M. **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem**, 1999. Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_23_3961167024.pdf>. Acessado em 20/08/2010.

FERREIRA, R. J. **Contabilidade de Instituições Financeiras**. 1º Ed. Rio de Janeiro: Ferreira, 2005.

FERRARI FILHO, F. **OS "KEYNESIANOS" NEOCLÁSSICOS OS PÓS-KEYNESIANOS**. Porto Alegre, 1991. Ensaios Revista FEE. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1452/1816>>. Acessado em 02/12/2010.

FILIUS, A. L. **Alavancagem financeira com derivativos o caso Sadia S/A**. Vila Velha, 2010. Trabalho Monográfico apresentado à Escola Superior Aberta do Brasil.

FONSECA M. W. **Mecanismo de Transmissão da Política Monetária no Brasil: Uma Análise Pós-Regime de Metas de Inflação**. Curitiba, 2008. Tese de Doutorado apresentada à Universidade Federal do Paraná.

GEYER, R. C. **Uma Análise Empírica do Volume do Crédito Imobiliário**, 2009. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2642/Roberta%20Cardim%20Geyer.pdf?sequence=1>>. Acessado em 15/08/2010.

GIRALDI, R. **Lula diz que bancos são culpados por diminuir oferta de crédito no Brasil**, 2008. Disponível em: <<http://www.hojenoticias.com.br/negocios/lula-diz-que-bancos-sao-culpados-por-diminuir-oferta-de-credito-no-brasil/>>. Acessado em 15/09/2010.

GONTIJO, C. **Raízes da Crise Financeira dos Derivativos Subprime**. Texto para Discussão n ° 342. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2008.

INÁCIO, J. M. **Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual: uma análise a partir de Minsky**. Florianópolis, 2009. Trabalho Monográfico apresentado à Universidade Federal de Santa Catarina.

JACOB, C. A. **Crédito Bancário no Brasil: Uma Interpretação Heterodoxa**. Campinas, 2003. Tese de Doutorado apresentada à Universidade Estadual de Campinas.

JOHN, E. M. C. **O Entendimento da Crise do Subprime e os seus Efeitos no Brasil**. Curitiba, 2009. Trabalho de Monografia apresentada à Universidade Federal do Paraná.

LIMA, M. L. L. M. P. **Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros Internacionais: Condições de inserção dos países do grupo da América Latina**. São Paulo: Bional, 1997.

LIMA, D. B. T.; MATHIAS, J. F. C. M. **Uma interpretação da crise do subprime segundo abordagem de Hyman Minsky**. Rio de Janeiro, 2009. Trabalho a ser apresentado no 2º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/59.pdf>>. Acessado em 20/08/2010.

KEYNES, J. M. **Os Economistas**. São Paulo, 1996. Ed: Nacional.

KROENKE, A.; TOLEDO FILHO, J. R.; SOTHE, A. **O impacto da crise do subprime na provisão do risco de crédito dos maiores bancos nacionais**. São Paulo, julho de 2009. Revista Brasileira de Gestão de Negócios. Disponível em: <<http://200.169.97.104/seer/index.php/RBGN/article/viewFile/372/516>>. Acessado em 20/09/2010.

MAIA, G. V. S. **Reestruturação Bancária no Brasil: Caso do PROER**. Brasília, Normas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 38, junho de 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2003nt38ReestrutBancBrasilp.pdf>>. Acessado em 07/11/2010.

MAIA, G. B. S. **Racionamento de crédito e crise financeira: Uma avaliação keynesiana**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 16, n° 31, p. 61-84, junho de 2009. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/...pt/.../ver3103.pdf>>. Acessado em 10/08/2010.

MAIA, G. B. S. **Sistemas Financeiros e Securitização: Implicações para a Política Monetária**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.15, n 30, p. 207-229, dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/...pt/.../rev3008.pdf>>. Acessado em 10/09/2010.

MAY, R. **O Acordo de Basiléia, sua Legislação no Brasil e a Aplicação no Banco do Brasil**. Florianópolis, 2008. Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina.

MINSKY, H. **Integração Financeira e Política Monetária**. Revista Econômica e Sociedade, vol. 3, 21-36, 1994.

MOREY FILHO, F. B. **A crise mundial de 2008**, fevereiro de 2009. Disponível em: <<http://www.webartigos.com/articles/15854/1/a-crise-de-2008-pior-que-se-pensava/pagina1.html>>. Acessado em 03/09/2010.

NAKATANI, P.; MARQUES, R. M. **O Brasil e a Crise Econômica: Apenas uma Marolinha**. São Paulo, 2009. Artigo Publicado pelo Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica.

NONNENBERG, M. J. B. **China estabilidade e crescimento econômico**. Revista de Economia Política, v. 30, nº 2 (118), p. 201-218, abril-junho/2010. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/.../08201007.jsp?...>>. Acessado em 25/10/2010.

NOHARA, J. J. **Crise financeira: Antigas e novas abordagens**. Revista de Economia Política, v. 17, nº 01 (65), janeiro – março de 1997. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/esp207/nohara-1997.pdf>>. Acessado em 25/10/2010.

OLIVEIRA, G. C. **O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do Sistema Financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional**. Rio de Janeiro, 2009. Trabalho a ser apresentado no 2º Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/49.pdf>>. Acessado em 02/11/2010

OREIRO, J. L. C.; BASÍLIO, F. A. C.; DE PAULA, L. F. R.; CORREIA, P. R. R. **A estrutura do setor bancário brasileiro e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos**, 2010. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/.../000-22dde5ba072ede09d99837a4eea5973c.pdf>>. Acessado em 25/10/2010.

PAIVA, P. **BC anuncia mudanças no depósito compulsório, 2008**. Disponível em: <http://www.uai.com.br/UAI/html/sessao_4/2008/09/25/em_noticia_interna,id_sessao=4&id_noticia=80834/em_noticia_interna.shtml>. Acessado em 10/11/2010.

PASSOS, M. **Mercado livre: Perspectiva política, 2009**. Disponível em: <<http://perspectivapolitica.com.br/tag/mercado-livre/>>. Acessado em 05/11/2010.

PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P. **Crédito bancário no Brasil: Evolução recente e perspectivas**, agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/58.pdf>>. Acessado em 10/11/2010.

ROSAR, O. O. **A Teoria de Minsky no atual contexto**. Raízes, ano XVIII, n. 19, maio de 1999. Disponível em: < http://www.ufcg.edu.br/~raizes/artigos/Artigo_46.pdf > Acessado em 10/11/2010.

SANT'ANA, A. A.; BORÇA JUNIOR, G. R.; DE ARAUJO, P. Q. Mercado de crédito no Brasil: Evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.16, n° 31, p. 41-60, junho de 2009. Disponível em: <<http://www.bnades.gov.br/SiteBNDES/export/sites/...bnades.../rev3102.pdf>>. Acessado em 08/10/2010.

SILVA, H. O. **Os sistemas financeiros e a evolução das regras de supervisão bancária**. São Cristóvão, 2010. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade Federal de Sergipe.

SOBREIRA, R. **Racionamento de crédito e comportamento da Firma Bancária: Uma análise pós-keynesiana, 2007**. Disponível em: <http://www.fgv.br/ebape/nova-ebape/.../dsp_professor.asp?cd>. Acessado em 05/11/2010.

SOUZA JÚNIOR, J. R. C. **Cenários para o Crescimento do Produto Potencial de 2007 a 2010**. Brasília, IPEA, Boletim de Conjuntura, n 75, dezembro de 2006. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/sites/.../novo_BC75kNota1JoseRonaldo.pdf>. Acessado em 20/10/2010.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. The American Economic Review, v. 71, n° 3, p. 393–410, junho de 1981. Acessado em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3A%3CRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0>>. Acessado em 20/10/2010.

SUMMERS, L. H. **Reflexões sobre os desequilíbrios da conta e acumulação de reservas Global Emerging Markets**. Mumbai, Índia, março de 2006. Palestra Memorial Jha Reserve Bank of Índia. Disponível em: <http://translate.google.com.br/translate?hl=pt-BR&langpair=en|pt&u=http://www.hks.harvard.edu/fs/lsimmer/speeches/2006/0324_rbi.html>. Acessado em 15/08/2010.

_____. **Veja os piores momentos da Bolsa durante a crise, 2009.** Disponível em: <<http://noticias.r7.com/economia/noticias/veja-os-piores-momentos-da-bolsa-durante-a-crise-20091027.html>>. Acessado 21/11/2010

VAZQUEZ, D. A.; OLIVEIRA, G. C. **A instabilidade inerente às economias de mercado: um resgate das idéias de Keynes e de Kalecki, 2009.** Disponível em: <http://www.pucsp.br/pos/ecopol/downloads/edicoes/07_01_08_def.pdf>. Acessado em 10/11/2010.

WOLF, M. **A Reconstrução do Sistema Financeiro Global.** 2º ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2009.