

**CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA – CORECON/ PR**

**21. PRÊMIO PARANÁ DE MONOGRAFIA**

**TÍTULO DA MONOGRAFIA:**

**O BRASIL FACE À CRISE ECONÔMICA INTERNACIONAL DE 2007: A OPÇÃO  
POR UMA POLÍTICA MACROECONÔMICA ANTICÍCLICA TÍPICAMENTE  
KEYNESIANA.**

**PSEUDÔNIMO DO AUTOR:**

**FADA LILÁS**

**CATEGORIA:**

**ECONOMIA PARANAENSE ( )**

**ECONOMIA PURA OU APLICADA ( X )**

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo relacionar as medidas adotadas pelo Brasil para conter a crise financeira internacional com os preceitos de John Maynard Keynes. A crise financeira internacional iniciada em 2007, com o estouro da bolha habitacional dos Estados Unidos, se alastrou para todas as economias do mundo, com a queda do banco Lehman Brothers, através dos investimentos diretos e pelo fato de investidores de todo o mundo terem posse dos títulos hipotecários norte-americanos. No Brasil, a crise se manifestou pela falta de crédito externo, pela queda nas exportações e pela fuga de divisas, desacelerando a atividade econômica do país. Para impedir que o país entrasse numa profunda recessão o governo interveio, com medidas anticíclicas de cunho keynesiano, onde a principal premissa é o déficit público e baixo nível da taxa de juros em períodos de crises. Assim, a fim de recuperar o nível de emprego e o nível da demanda agregada, o governo assume o papel de incentivador dos investimentos para gerar um efeito multiplicador em toda a economia.

Palavras-chave: crise financeira, Keynes, teoria keynesiana, políticas anticíclicas, macroeconomia, economia brasileira.

## **ABSTRACT**

This study aims to relate the measures adopted by Brazil to contain the financial crisis with the precepts of John Maynard Keynes. The international financial crisis began in 2007 with the bursting of the housing bubble in the United States, spread to all economies in the world with the fall of Lehman Brothers, through direct investment and the fact that investors around the world have held of USA mortgage securities. In Brazil, the crisis manifested by a lack of foreign credit, the fall in exports and the flight of foreign exchange, decelerating economic activity in the country. To prevent the country entered a deep recession the government intervened, with Keynesian counter-cyclical nature of where the main premise is the public deficit and low interest rates in times of crises. Thus, in order to regain the level of employment and aggregate demand, the government assumes the role of promoter of investments to generate a multiplier effect throughout the economy.

Keywords: financial crisis, Keynes, Keynesian theory, countercyclical policies, macroeconomics, the Brazilian economy.

## LISTA DE SIGLAS

ABS – *Asset-Backed Securities*  
Asean – Associação de Nações do Sudeste Asiático  
BB – Banco do Brasil  
BCE – Banco Central Europeu  
BEA – *Bureau of Economic Analysis*  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BNS – Banco Nacional Suíço  
BOE – Banco Central Inglês  
BOJ – Banco Central do Japão  
Bundesbank – Banco Central da Alemanha  
Bundestag – Câmara dos Deputados da Alemanha  
Caged – Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados  
CDO – *Collateralized Debt Obligation*  
CEF – Caixa Econômica Federal  
CMN – Conselho Monetário Nacional  
COFINS – Contribuição Social para Financiamentos da Seguridade Social  
Copom – Comitê de Política Monetária  
Duma – Câmara Baixa do Parlamento Russo  
EUA – Estados Unidos da América  
FDIC – *Federal Deposit Insurance Corp*  
Fed – *Federal Reserve System*  
FGC – Fundo Garantidor de Créditos  
FGV – Fundação Getúlio Vargas  
FHFA – *Federal Housing Finance Agency*  
FMI – Fundo Monetário Internacional  
FOMC – *Federal Open Market Committee*  
FSB – *Federal Savings Bank*  
FSE – Fundo Social de Emergência  
GSE – *Government-Sponsored Enterprise*  
IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística  
ICC – índice de Confiança do Consumidor  
IE – Índice de Expectativas

INSEE – pelo Instituto Nacional de Estatística e Estudos Econômicos  
IOF – Imposto de Operações Financeiras  
IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo  
IPEA – Instituto de Pesquisa Econômico Aplicada  
IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados  
IPMF – Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira  
ISA – Índice da Situação Atual  
MBS – *Mortgage-Backed Securities*  
MTE – Ministério do Trabalho e Emprego  
PAC – Plano de Aceleração do Crescimento  
PAI – Plano de Ação Imediata  
PIB – Produto Interno Bruto  
PIM – Pesquisa Industrial Mensal  
PMC – Pesquisa Mensal do Comércio  
PME – Pesquisa Mensal de Emprego  
PR – Patrimônio de Referência  
Prouni – Programa Universidade para Todos  
PSI – Programa de Sustentação do Investimento  
S&L – *Saving & Loans*  
S&P – *Standard & Poor's*  
Seade/PED – Pesquisa de Emprego e Desemprego  
Selic – Sistema Especial de Liquidação de Custódia  
SIV – *Special Investments Vehicles*  
SLS – Special Liquidity Scheme  
TARP – *Troubled Asset Relief Program*  
UE – União Europeia  
URV – Unidade Real de Valor

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
<b>2. A TEORIA KEYNESIANA DAS CRISES DO CAPITALISMO .....</b>	<b>8</b>
2.1 UMA BREVE INTRODUÇÃO AO PENSAMENTO ECONÔMICO DE JOHN KEYNES .....	9
2.2 A TEORIA DAS CRISES ECONÔMICAS DE KEYNES .....	14
2.3 O ANTÍDOTO KEYNESIANO CONTRA AS CRISES DO CAPITALISMO .....	20
<b>3. A CRISE FINANCEIRA DE 2007 E SUAS REPERCUSSÕES INTERNACIONAIS.. .....</b>	<b>27</b>
3.1 UMA CRISE COM HISTÓRICO PECULIAR .....	28
3.2 A PROPAGAÇÃO INTERNACIONAL E ESTRUTURAL DA CRISE FINANCEIRA DE 2007 .....	38
3.3 A REAÇÃO INTERNACIONAL CONTRA A CRISE: AS EXPERIÊNCIAS DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS MUNDIAIS .....	45
<b>4. A ECONOMIA BRASILEIRA FACE À CRISE INTERNACIONAL DE 2007.....</b>	<b>56</b>
4.1 UM PERFIL DA ECONOMIA BRASILEIRA ANTES DA ECLOSÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2007. ....	57
4.2 OS CANAIS DE CONTÁGIO DA ECONOMIA BRASILEIRA PELA INTERNACIONALIZAÇÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2007. ....	65
4.3 AS REAÇÕES DO GOVERNO BRASILEIRO CONTRA O CONTÁGIO DA ECONOMIA NACIONAL PELA CRISE: AS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS ANTICÍCLICAS DE INSPIRAÇÃO KEYNESIANAS .....	70
4.4 UMA AVALIAÇÃO PROVISÓRIA DOS RESULTADOS MACROECONÔMICOS DAS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS ADOTADAS PELO BRASIL. ....	76
<b>5. CONCLUSÃO .....</b>	<b>81</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>85</b>

## INTRODUÇÃO

A última crise que o mundo todo presenciou, sendo a pior desde a Grande Depressão, colocou em questão as políticas macroeconômicas adotadas desde a década de 1980. Com a súbita ruína do mercado financeiro em 2007, seguido da recessão nas mais importantes economias do mundo em 2008, as teorias liberalizantes são deixadas de lado e os argumentos de Keynes retomam, auxiliando no entendimento da crise e em sua superação. Neste sentido, o presente estudo tem o objetivo de relacionar as medidas adotadas pelo Brasil para conter a crise financeira internacional com os preceitos de John Maynard Keynes, publicado principalmente em 1936, com *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*.

Essa pesquisa está dividida em três seções, das quais a primeira trata da teoria keynesiana, com uma breve introdução ao pensamento de Keynes, suas publicações e sua importância como economista no período em que viveu, assim como sua perspectiva sobre as crises econômicas do capitalismo e quais as medidas a serem adotadas para que a economia se recupere.

Ao contrário dos clássicos, Keynes trata as variáveis em nível agregado, numa perspectiva da economia como um todo, o que concedeu o título de “pai” da macroeconomia. Além disso, no pensamento keynesiano o mercado não é auto-regulável, pelo contrário, a economia é feita de ciclos econômicos, e por ocasião encontra-se em equilíbrio. Assim, em períodos de crises, quando há a insuficiência da demanda agregada, deve haver a intervenção estatal de modo a incentivar os investimentos e restaurar a atividade econômica, utilizando como instrumento o déficit público.

A segunda seção apresenta a crise financeira internacional, onde surgiu e de que forma ganhou âmbito global. Além de mostrar os efeitos que causou nas principais economias desenvolvidas, como a Alemanha, a França, o Japão, o Reino Unido e a China, as quais sofreram com a recessão. E, por fim, elencar as medidas adotadas por estes países para tentar reanimar suas economias e retomar o crescimento econômico.

A crise se iniciou nos Estados Unidos, com o estouro da bolha habitacional, onde empréstimos eram realizados para famílias que não comprovavam renda ou tinha mau histórico de pagamentos – os chamados da categoria *subprime*. Esses

empréstimos eram securitizados e emitidos títulos lastreados nestas hipotecas por instituições financeiras não regulamentadas. A partir do momento em que os tomadores dos empréstimos se endividaram e não conseguiram mais manter seus compromissos, os bancos e instituições financeiras começaram a perder a liquidez e a desmoronar. Com a quebra de um dos maiores bancos norte-americano, o Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, a crise atingiu o mundo todo, tanto em economias desenvolvidas, quanto em economias em desenvolvimento. Como o mundo todo é interligado, investidores de qualquer país poderiam obter os títulos das hipotecas *subprime*, o que ajudou na expansão da crise para o globo, refletindo na desaceleração do crescimento econômico e no aumento do desemprego. Com a chegada da crise, as autoridades interviram em seus mercados financeiros, baixaram as taxas de juros e aumentaram seus gastos, na tentativa de restabelecer a atividade econômica.

O terceiro capítulo trata da crise internacional no Brasil. De início um breve relato histórico sobre a economia brasileira, seguindo de como a crise atingiu nosso país, quais impactos sofreremos, e como o governo brasileiro reagiu à crise, mostrando o modo com que conduziu as políticas econômicas para que a nossa economia não se abalasse e entrasse em uma profunda recessão.

Com a eclosão da crise, o Brasil sofreu com a redução do crédito externo, com a queda nas exportações, e com a repentina fuga de capital estrangeiro. Para impedir que o país se aprofundasse numa recessão, o governo interveio na economia, aumentou seus gastos e reduziu as alíquotas dos impostos, reduziu o depósito compulsório, além de baixar a taxa básica de juros. Com essas medidas anticíclicas, apesar da desaceleração econômica no fim de 2008 e início de 2009, o país reverteu seu quadro, se tornando um dos primeiros países a recuperar sua economia.

O fim último desse trabalho é ressaltar a importância do economista John Maynard Keynes, que mesmo após mais de 70 anos da publicação de sua principal obra, suas ideias continuam sendo fundamental para que os governos as utilizem em períodos de crises, podendo restabelecer o nível de atividade econômica.

## 2. A TEORIA KEYNESIANA DAS CRISES DO CAPITALISMO

A ciência econômica que existiu até a publicação das obras de John Keynes – a chamada escola clássica – era fruto de uma filosofia e de uma estrutura econômica de bases estritamente individualistas, cujo arcabouço teórico foi construído através do estudo do comportamento dos indivíduos em suas duas atividades econômicas básicas: a de produzir e a de consumir. Nestas condições, a microeconomia é basicamente um estudo da oferta, pela qual são responsáveis os produtores, e da procura, a qual depende do comportamento dos consumidores. A economia política clássica permaneceu com sua posição indisputada entre os economistas burgueses liberais desde os anos setenta do século XVIII, até os anos trinta do século XX.

Antes de Keynes, os economistas clássicos e neoclássicos abordavam os fenômenos e mecanismos econômicos como vinculados a comportamentos individuais (consumo, poupança) ou a estratégias elaboradas por grupos de dimensões relativamente restritas (empresas). A economia nacional não era mais do que a soma dos comportamentos e estratégias individuais. A revolução keynesiana constitui uma ruptura com essas abordagens muito próximas ao individualismo metodológico. (DROUIN, 2008, p. 115)

Isto não quer dizer, porém que foi Keynes quem "inventou" a macroeconomia, pois já havia uma macroeconomia clássica e neoclássica, configurada nas obras de Adam Smith, David Ricardo e Thomas Malthus. Apenas não era dada especial ênfase a ela, perdida que estava no meio da análise microeconômica. Porém com a publicação de A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes passa a ser considerado o "pai" da macroeconomia moderna, abrindo espaço para uma escola que se tornaria, tão em breve, uma das mais significativas do pensamento econômico.

Na mentalidade liberal ortodoxa então vigente, as crises eram entendidas como coisa temporária, simples "ajustes de mercado", sem maiores consequências do que algumas falências e concordatas.

No pensamento keynesiano a premissa fundamental para se compreender uma economia encontrava-se na observação dos níveis de consumo e investimento do governo, das empresas e dos próprios consumidores. Partindo desse princípio, Keynes interpretava que a crise resulta da recusa dos capitalistas em investir, no

momento em que as empresas tendem a investir menos, inicia-se todo um processo de retração econômica que abre portas para o estabelecimento de uma crise.

## 2.1 UMA BREVE INTRODUÇÃO AO PENSAMENTO ECONÔMICO DE JOHN KEYNES

John Maynard Keynes (1883-1946), natural da Inglaterra, obteve sua formação acadêmica na Universidade de Cambridge onde teve Alfred Marshall e Arthur Cecil Pigou<sup>1</sup> como principais mestres, os quais o reconheceram, desde então, como célebre.

Sempre esteve envolvido em assuntos públicos numa posição ou outra, particularmente em questões de comércio e finanças; achava-lhe mais interessante a economia a serviço de políticas. Fez parte do corpo docente do King's College – também conhecido como Grupo de *Bloomsbury*, foi editor e, logo, passou a ser secretário e redator de uma revista de economia de circulação internacional – *Economic Journal*, ocupou cargos no Departamento do Tesouro da Inglaterra, a partir de 1915, e em seguida representando-o na Conferência de Paz (1919) e, novamente, na Conferência de Bretton Woods, em julho de 1944.

De acordo com Miranda (2003) a publicação intelectual de Keynes iniciou-se em 1913, com *Indian Currency and Finance* (A moeda e as finanças da Índia), em que discute o funcionamento do padrão-ouro e seus mecanismos de ajuste nas economias do centro do sistema e em sua periferia. Demonstrando, assim, que se as principais moedas (libra, marco alemão, franco, dólar) fossem suspensas temporariamente da conversibilidade em ouro, a confiança no padrão monetário dessas economias não diminuiria, porém com as economias periféricas seria diferente, deixar-se-ia de confiar nas moedas destas economias.

Keynes presenciou, entre outras coisas, a Primeira Guerra Mundial, a Revolução Russa, a Grande Depressão, a subida de Hitler ao poder na Alemanha, e por fim a Segunda Guerra Mundial. Em meio ao período de guerra e entre guerras,

---

<sup>1</sup> Marshall e Pigou são uns dos principais economistas de seu tempo, suas obras de destaque, respectivamente, são: *Principles of Economics* (1890) e *The Economics of Welfare*, (1920).

período em que houve interrupção das relações de comércio e do padrão-ouro, seguindo-se primeiramente a inflação, a instabilidade da taxa de câmbio e os desequilíbrios do balanço de pagamentos, e mais tarde pela deflação e desemprego em massa em escala internacional, pôs-se sua inteligência ao lado da humanidade e passou a preocupar-se com a causa das crises do capitalismo.

Segundo Moggridge (1976) em 1914 quando eclodiu a Primeira Guerra, Keynes passa a tratar dos problemas econômicos causados pela guerra. Seus artigos de maior interesse são os que focalizam as questões mais amplas das finanças da guerra, sobretudo os empréstimos internos, as finanças aliadas entre países participantes da guerra, o levantamento de dólares para aplicar na América, a sustentação da taxa de câmbio e os problemas de reparação. Suas outras preocupações importantes durante esse período foram a preparação e a negociação dos Tratados de Paz, logo após o fim da guerra, preocupações estas que abrangiam assuntos como assistências, suprimentos alemães, dívidas interaliadas e reconstrução financeira, bem como um tratado de paz em seu sentido real.

Desiludido com as cláusulas dos Tratados de Paz demitiu-se do Ministério e pôs-se a escrever *As Conseqüências Econômicas da Paz*, publicado em dezembro de 1919, onde questionava a estabilidade monetária da Alemanha do pós-guerra. Para ele, ao estabelecer a paridade do mercado alemão em relação ao dólar americano e à libra, não consideraram as condições de competitividade da economia alemã e suas necessidades de financiamento para as reparações exigidas pela guerra. Mostrou que as somas que os países vencedores da guerra – Inglaterra, França, Império Russo (até 1917) e Estados Unidos (a partir de 1917) esperavam ganhar da Alemanha e seus países aliados – Império Austro-Húngaro e Império Turco-Otomano, referente às indenizações eram excessivas e impossíveis de se obter. Assim, para melhorar sua situação a Alemanha necessitaria de financiamento externo e de uma taxa de câmbio desvalorizado, o que melhoraria seu setor exportador, gerando superávits em divisas necessárias ao pagamento das indenizações de guerra. Ao invés do governo reduzir o nível de renda do país, retomaria as atividades de exportações, gerando superávit e ainda conseguiria pagar as indenizações que eram pagas em outra moeda – padrão-ouro.

Segundo Miranda (2003) a partir de 1925, a Inglaterra passa a enfrentar problemas com o retorno do padrão-ouro, com a paridade libra-dólar anterior à guerra (padrão-ouro fixado a paridade da libra para 4,86 dólares), e suas

consequências sobre o nível do juro, do investimento, da produção e do nível de emprego. Para Keynes esses problemas tinham como causa a sobrevalorização da moeda inglesa, que gerava deflação de preços e de lucros. Defendia naquele momento, uma depreciação da libra anterior à guerra, através de um projeto cuja peça central era uma taxa variável sobre a exportação do ouro, e que permitiria maior disponibilidade de crédito, incentivaria os investimentos industriais, aumentaria a produção e os lucros, e reduziria o desemprego. Advogava, ainda, o gasto público como incentivo à retomada dos investimentos quando a economia estivesse muito deprimida.

Keynes afirmava que a expansão da economia dentre os anos 1920 e 1925, foi devido à necessidade da reconstrução da economia afetada pela guerra, onde investimentos em serviços e utilidades públicas, em energia, nas indústrias de material de transporte e elétrica, principalmente nos Estados Unidos, demandaram montantes elevados de crédito, exercendo pressão ascendente sobre as taxas de juros de mercado. E ainda, o fato de alguns importantes bancos centrais, como o Banco da Inglaterra, terem retornado ao padrão-ouro com paridades apreciadas explicaria o patamar elevado das taxas de juros de mercado.

Conforme observou Miranda (2003) todas as preocupações com a moeda, com o crédito, com a taxa de juros e taxa de câmbio foram organizadas em *O Tratado sobre a Moeda* (1930), além de formulações sobre a relação entre a poupança e investimento. Keynes tratou das políticas monetárias, seus limites e eficácia, em diferentes fases do ciclo econômico em economias abertas ao exterior. Nessas economias abertas, seriam as posturas dos principais países em relação à absorção ou transferência de capitais, as políticas de seus bancos centrais e o comportamento de seus sistemas bancários nacionais que determinariam os níveis de juros e do investimento agregado e, portanto, a dinâmica cíclica.

Em 1929, com a súbita quebra da bolsa de valores de Nova Iorque, em outubro daquele ano, deu-se o mais calamitoso desastre econômico e social do século XX. A Grande Depressão, como passou a ser chamada, estendeu-se por muitos anos e foi a principal responsável – com a ascensão de Hitler ao poder na Alemanha em 1933 –, pela eclosão da Segunda Guerra Mundial (1939-45). De 1930 até 1936, Keynes publicou uma série de artigos e livros procurando mobilizar seus colegas economistas e influenciar os políticos para que seguissem sua receita. Keynes se opôs aos economistas hegemônicos e defendeu o protecionismo, a

desvalorização da moeda em vez da deflação; preferia o combate ao desemprego e o equilíbrio interno, do que o equilíbrio externo.

O papel desempenhado por Keynes na Segunda Guerra Mundial diferiu-se do conflito anterior, pois em 1939 passara a ser o economista mais conhecido de seu tempo, o que possibilitava maior influência na opinião dos economistas do mundo todo. Preocupado em preservar os ativos ingleses no ultramar com vistas ao prosseguimento da guerra, escreveu um memorando em relação à política cambial ao Ministro do Bem-estar Econômico - *How to Pay for the war*. Para ele, por intermédio de um efetivo controle cambial, a Inglaterra deveria economizar suas reservas cambiais e seus diversos ativos externos, utilizando-os na obtenção de recursos para a guerra.

Em meio à guerra, representantes de 44 países se reuniram em Bretton Woods, New Hampshire – EUA, para decidir que sistema monetário internacional passaria a ser adotado após a Segunda Guerra Mundial. Keynes, representando seu país, apresentou um projeto onde criaria uma Câmara Internacional de Compensação, sugerindo que se criasse uma espécie de Banco Internacional para as transações de comércio no pós-guerra, a fim de realizar o equilíbrio automático no balanço de pagamentos das nações participantes.

Essa Câmara poderia dispensar seus países-membros de qualquer depósito em ouro, dólar ou outra moeda; ao contrário, ela criava uma nova moeda internacional – de natureza escritural - denominada “*bancor*”, a ser creditada nas contas dos Bancos Centrais dos países participantes, em cotas diferentes segundo o volume de comércio exterior de cada um. E ainda, propôs de se aplicar um tributo sobre os países credores e devedores sendo que para os credores seria para forçá-los a utilizar seus “*bancors*” na compra de produtos das nações devedoras, tornando assim compulsória a participação dos países credores no ajuste ao equilíbrio. O plano de Keynes não foi totalmente aceito, porém suas sugestões foram essenciais para a discussão oficial da política econômica externa que girou em torno da criação das instituições de Bretton Woods – o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial –, de um esquema para regulamentação internacional dos preços dos produtos primários, da política comercial inglesa no pós-guerra e da política aliada de reparações.

De acordo com Fernandes (1991) o objetivo de uma Câmara de Compensação era de ter uma instituição multilateral, onde haveria “caráter

puramente técnico e não político, para auxiliar e dar apoio a outras instituições internacionais interessadas no planejamento e equilíbrio do mundo econômico”. E, uma moeda internacional emitida por essa instituição era a possibilidade de se chegar ao equilíbrio do mundo, tendo em vista que havia países credores e devedores, ou seja, saldos positivos de um lado, e saldos negativos de outro, ambos os países – credores e devedores – em desequilíbrio. Assim, nas palavras de Keynes:

Necessitamos de um sistema que possua um mecanismo estabilizador interno, através do qual se exerça pressão sobre qualquer país cujo balanço de pagamentos em relação ao resto do mundo esteja se distanciando do equilíbrio<sup>2</sup>.

O interesse de Keynes acerca dos problemas mundiais nos auxilia na compreensão de sua influência para a economia. Seu interesse em torno da política econômica levou-o, como já dito anteriormente, ao centro dos grandes debates econômicos de sua geração – a questão da moeda indiana, as reparações, os acordos monetários internacionais, a política do desemprego, as finanças da guerra e a reconstrução terminada o primeiro conflito mundial, além da reconstrução do sistema monetário internacional em meio ao segundo conflito mundial. Para entender a dimensão seu trabalho e sua influência, analisam-se seus interesses e hábitos. Em primeiro lugar, os interesses de Keynes no domínio da teoria econômica eram inteiramente de ordem prática, a teoria pura servia-lhe apenas como base para a ação, e em segundo, sua visão em relação ao mundo estava em direção de resolver os problemas que nele existia. Pode-se perceber através de todos seus manuscritos e artigos em que sempre se direcionavam à solução de alguma crise econômica ou política entre países ao longo de seus mais de vinte anos de contribuição de publicações.

A influência de Keynes exercida sobre a economia de seu tempo é ainda reforçada com os comentários realizados por Pigou, (o qual não poderia ser relacionado dentre os admiradores de Keynes), em seu livro *Keynes's General Theory: A Retrospective View* (Londres: 1950)

---

<sup>2</sup> Texto originário do Plano Keynes, escrito para a Conferência de Bretton Woods, elucidada em 1980, no XXV volume de *The Collected Writings of J. M. Keynes*, no capítulo intitulado *The Origins of the Clearing Union*. Keynes, apud FERNANDES, S. - A Libertação Econômica do Mundo Pelo Esquecido Plano de Keynes (1991).

Aqueles, dentre nós, que discordávamos parcialmente de suas análises nem por isso deixávamos de ser influenciados pelas mesmas na elaboração de nosso próprio pensamento; é-nos difícil apontar nossa localização anteriormente ao contato com Keynes. Muito do que atualmente acreditamos e pensamos pode ser creditado à sua influência<sup>3</sup>.

E, ainda, segundo López e Puchet (2008) — foi precisamente nos anos em que os governos dos países desenvolvidos aplicaram políticas econômicas orientadas pelo pensamento keynesiano que essas economias se desenvolveram com maior rapidez. As taxas de crescimento do PIB desses países a partir de 1973 caíram quase que pela metade, e a taxa de desemprego nos países europeus teve um aumento significativo, passando de em torno de 2% para cerca de 9%<sup>4</sup>.

## 2.2 A TEORIA DAS CRISES ECONÔMICAS DE KEYNES

Keynes foi o mais importante economista da primeira metade do século XX, contrariou a teoria dos clássicos pondo abaixo um de seus pilares, a lei de mercado de Say, segundo a qual a oferta cria sua própria procura, não sendo possíveis o desemprego e as depressões a longo prazo. A macroeconomia clássica transportava-nos para um mundo perfeito, em que as forças do mercado, através de seus mecanismos automáticos de autorregulação, garantiriam pleno emprego, eficiência máxima da produção, maximização da satisfação dos consumidores e dos lucros dos produtores, e distribuição ótima da renda entre os proprietários dos fatores de produção. Nas palavras de GÉLÉDAN e BRÉMOND (1988, p. 17):

Keynes vai opor-se aos economistas neoclássicos em numerosos pontos. Contesta, em particular, a lei clássica de J. B. Say retomada pelos neoclássicos. Para Keynes, não é verdade que 'é a produção que assegura escoamento aos produtos'.

Em sua mais influente obra – *General Theory of Employment, Interest and Money* (doravante Teoria Geral), escrita em 1936, argumenta que esta teoria considera um caso particular, e não a economia como um todo, sendo, assim, uma

<sup>3</sup> PIGOU apud MOGGRIDGE, 1977, p. 44.

<sup>4</sup> LÓPEZ, J. G., PUCHET, M. A. Apogeu e decadência das políticas econômicas keynesianas *in* Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas (2008, p. 29).

ilusão, não se aplicando à sociedade econômica em que realmente se vive. Ao invés de iniciar a análise partindo do comportamento dos agentes econômicos individuais Keynes faz a análise do processo econômico partindo de conceitos econômicos agregados; a renda nacional e seus componentes, o consumo, o investimento, as despesas do governo, as importações e as exportações, assim como a poupança, são agregados. É o resultado da somatória da produção de todos os produtores, do consumo de todos os consumidores, dos investimentos de todos os investidores, e assim por diante.

A Teoria Geral está contextualizada no âmbito da Grande Depressão, de 1929, onde a economia enfrentava problemas com excesso de produção e níveis elevados de desemprego, o que tornou a teoria clássica insuficiente para a explicação dos fatos, o mercado deixou de se autorregular. Keynes verificou que o sistema econômico capitalista estava longe de assegurar automaticamente o pleno emprego e o desenvolvimento econômico sem crises crônicas, de duração indefinida, como pretendia a teoria econômica vigente. É nesse contexto que propõe medidas de intervenção do governo na economia, visando o pleno emprego, o maior desenvolvimento econômico, a estabilidade monetária e a melhor distribuição da renda.

A teoria keynesiana chama atenção para a demanda como uma variável independente. A demanda efetiva determina o nível de emprego e de renda nacional. Tem por definição a soma dos gastos totais da sociedade, gastos com o consumo diretos das famílias, e as inversões em novos investimentos por parte das empresas. A soma destes gastos poderá ser inferior ou superior à renda nacional sob pleno emprego. Keynes sustenta que só há um ponto de equilíbrio, um único nível de emprego em que a demanda agregada e oferta agregada se coincidem. É geralmente, inferior ao de pleno emprego, estado ao qual só se chega por acaso ou destino. Para além desse ponto de equilíbrio, a demanda se torna menor do que a oferta e, em consequência, o emprego não poderia aumentar. Ao contrário da escola clássica, Keynes considera que é possível se ter um nível de demanda efetiva alto, mesmo havendo desemprego.

Na Teoria Geral Keynes nos sugere que a renda é definida a partir do ponto de vista das despesas totais em bens de consumo e de investimento, denominado, por ele, custo de uso, onde engloba o custo dos bens usados no processo produtivo, que compreendem também matérias-primas, ou maquinário comprados de outros

empresários e aplicados nesse processo, como desgaste sofrido pelo equipamento. Há o custo dos fatores, que são as quantias pagas aos distintos fatores da produção por seus serviços correntes; assim somados, o custo de uso e o custo de fator, teremos o custo primário. O excedente do valor resultante da produção (valor das vendas) sobre o custo primário é a renda ou lucro do empresário, sintetizada na seguinte equação:

$$(A - A_1) + (G' - B' - G) = Y$$

Onde A é a receita total da venda obtida pelos empresários de todos os compradores (consumidores e outros empresários),  $A_1$  é igual as compras totais dos empresários à outros empresários, assim  $A - A_1$  é igual às compras dos consumidores ( ou dispêndio dos consumidores);  $B'$  é o montante de gasto na manutenção e melhoria dos bens de capital,  $G'$  – valor do equipamento após a quantia de  $B'$  gasta, isto significa que  $G' - B'$  é o valor transportado do período anterior;  $G$  é o valor efetivo do equipamento de capital ao fim do período de produção, sendo  $G' - B' - G$  o consumo de capital ou dispêndio em investimento líquido; e por fim o somatório entre eles, resulta na renda – Y. Simplificando, Keynes define a renda como sendo igual ao investimento mais as despesas de consumo ( $Y = I + C$ ).

A poupança é definida como o excedente da renda sobre o gasto em consumo. O consumo, por sua vez, é o valor dos artigos vendidos aos consumidores durante um período qualquer, chegamos assim na equação:  $S = Y - C$  (onde S representa a poupança e C, o consumo). O que nos remete à:  $I + C = S + C$ , ou seja,  $I = S$ , a saber, por Keynes:

embora o montante da poupança seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento resulte do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são, necessariamente, iguais, visto que qualquer um deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo (KEYNES, 1988, p. 56).

Em relação ao consumo, Keynes alega que este é influenciado pela “lei psicológica fundamental” expressa por, 1988, p.77:

A lei psicológica fundamental em que podemos basear-nos com inteira confiança, (...) consiste em que os homens estão dispostos, de modo geral e em média, a aumentar o seu consumo à medida que a sua renda cresce, embora não em quantia igual ao aumento de sua renda.

Segundo Hansen esta psicologia é chamada propensão a consumir da comunidade, a qual é influenciada tanto por fatores objetivos quanto subjetivos. Dentre os fatores objetivos estão o nível de renda, e sua variação da unidade de salários nominais; casuais alterações no valor do capital, influenciadas, por exemplo, por ganhos ou prejuízos especulativos das ações negociadas nas bolsas de valores; modificações nas taxas de juros e as variações na política fiscal, aumento ou redução de impostos. Os fatores subjetivos são o resultado de características psicológicas dos consumidores, que, por sua vez, dependem dos valores culturais, como hábitos e costumes.

Dada a propensão a consumir, ocorre que os consumidores não estão demandando toda a produção que lhe estão disponíveis, e estão aumentando seu nível de poupança. Isto acontece especialmente nas flutuações cíclicas do emprego, pois se referem a períodos curtos em que hábitos da sociedade “não dispõem de tempo bastante para se adaptarem às mudanças nas circunstâncias objetivas” (p. 77). De maneira que, quando, no ciclo, a renda sobe as pessoas continuam por um tempo a manter seu nível de vida habitual, ou seja, não aumentam seu consumo. Assim, a renda crescente costuma trazer consigo o aumento da poupança, enquanto a renda decrescente traz sua redução, sobretudo nos períodos iniciais.

Portanto, quando o nível de poupança é maior do que o investimento, encontramos-nos em uma situação de desequilíbrio. Onde, devem-se aumentar os investimentos, que por sua vez, aumentam o nível de emprego, e, por conseguinte, o nível de renda. Se os investimentos não aumentarem, o excesso de poupança trará necessariamente a contração da atividade econômica. São os investimentos que dão início à poupança, ao fazerem crescer a renda da coletividade na medida necessária para consegui-la. Quanto menor for a propensão a poupar, maior deverá ser o aumento da renda, em virtude de um determinado aumento de investimentos.

Em determinadas circunstâncias e dada à propensão a consumir, o multiplicador de investimentos representa a relação existente entre o montante da renda agregada e o nível dos investimentos; e a relação entre emprego global e o capital aplicado nas indústrias (multiplicador do emprego). Keynes denomina  $k$ , o

multiplicador de investimento, o qual “indica que, quando se produz um acréscimo no investimento agregado, a renda sobe num montante igual a  $k$  vezes o acréscimo do investimento” (p. 88). E o mesmo se faz com o emprego, se há um incremento de investimento nas indústrias, haverá um incremento também no emprego, pois com o aumento da produção faz-se necessário mais mão-de-obra, ou maquinário, que então provocará aumento de emprego em outras indústrias.

Keynes explica que para investir, os empresários têm de fazer previsões sobre suas receitas de vendas. No caso dos fabricantes, a previsão é em relação ao quanto os consumidores estarão dispostos a pagar pelos seus produtos acabados; e, no caso dos empresários que compram produtos acabados e adicionam o seu equipamento de capital, a previsão gera em torno do quanto se pode ganhar sob a forma de rendimentos futuros. Segundo ele, o investimento está em função das expectativas de lucro dos empresários, o qual um elemento determinante do nível de produto e de emprego. Pois os empresários, os fabricantes e os investidores terão de tomar suas decisões de investir baseados nessas previsões, determinando o emprego para aquele nível de produção que estão dispostos a investir e esperam que tenham determinado lucro.

Da análise, por parte dos empresários, da decisão de investir, provem a denominada eficiência marginal do capital, sendo “a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição, isto é, a relação entre a renda esperada de uma unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção” (p. 101). No nível agregado da esfera de investimento, a expansão de um dado equipamento de capital diminui a eficiência marginal deste, explicada por duas razões: mais maquinário significa que haverá um aumento na produção, onde o produto será vendido a preços menores daqueles praticados anteriormente à expansão do capital; e acarreta num aumento do preço da oferta do capital. O incentivo para investir depende da relação entre a eficiência marginal do capital ou demanda por investimento e da taxa de juros.

De acordo com Prebisch no modelo keynesiano, a taxa de juros é determinada pela oferta e pela demanda de moeda. A oferta de moeda vai depender dos motivos transacionais (necessidade de manter moeda entre o momento de receber recursos e o momento de gastá-los), de precaução (mantém moeda para contingências ou gastos inesperados), e ainda, o motivo especulativo ou propensão a entesourar.

O motivo especulativo varia em função da taxa de juros. Uma taxa de juros elevada, que geralmente acompanha as situações de prosperidade, desestimulará os especuladores a manter (ou desejar manter) moeda em forma líquida, preferirão mantê-los em títulos. No momento, porém, em que entrarmos em crise econômica, e que a taxa de juros cair, a perda em que incorrerá o especulador será pequena. Por outro lado, como o valor dos títulos estará elevado, poderá ser interessante vendê-los e aumentar sua liquidez, de forma que, no momento em que os títulos voltem a baixar de preços (ou seja, no momento em que a taxa de juros volte a crescer), o especulador forma fundos líquidos.

Para Keynes, o ciclo econômico é o resultado da forma como a eficiência marginal flutua. Entende-se, por ciclo que quando o sistema evolui, pode haver movimentos ascendentes ou descendentes, esses movimentos não persistem na mesma direção, e sim acabam se invertendo. Por exemplo, quando se está numa situação de ascendência, após um período indeterminado, esse movimento perde sua potencia ao Maximo, de modo repentino e violento, se invertendo e declinando.

Assim, o fenômeno da crise é “um repentino colapso da eficiência marginal do capital” (p. 212), onde as expectativas correntes em relação aos rendimentos futuros têm maior importância. Com a incerteza do futuro, surge um aumento da preferência pela liquidez, elevando a taxa de juros, o que pode agravar a queda do investimento. As situações de crise caracterizam-se, por uma crise de confiança de consumidores e empresários, aqueles reduzindo suas compras de bens de consumo, estes baixando o nível de eficiência marginal do capital, ou seja, prevendo lucros futuros menores.

Por outro lado, a taxa de juros, que depende da oferta e da procura de moeda, tem um nível mínimo abaixo do qual não cai. Trata-se da chamada *armadilha keynesiana da liquidez*. A partir de um certo nível (baixo) da taxa de juros, os especuladores estariam desejosos de obter a maior quantidade possível de moeda. Nesses termos, a taxa de juros não baixaria mais. De nada adiantaria que as autoridades monetárias aumentassem a oferta de moeda.

Segundo Bresser-Pereira (1974) a taxa de juros mantida em nível baixo, próxima ou no ponto da armadilha da liquidez, é típica das épocas de recessão, de redução da atividade econômica, porque o valor de mercado dos títulos de renda fixa tenderia, a crescer, fazendo, baixar a taxa de juros do mercado. E o valor dos títulos cresceria exatamente porque nessa época os investidores, cuja previsão de

lucros estava diminuindo, sentir-se-iam mais seguros aplicando seu dinheiro em títulos de renda fixa (títulos do governo, por exemplo), do que em investir nas empresas. Teríamos, assim, uma situação em que a recessão seria caracterizada, concomitantemente, por uma taxa de juros baixa, e por uma previsão de lucros futuros baixa, pessimista, desestimulando-se indefinidamente os investimentos, já que a taxa de juros não poderia mais cair.

### 2.3 O ANTÍDOTO KEYNESIANO CONTRA AS CRISES DO CAPITALISMO

Os investimentos, que já vimos ser o fator essencialmente dinâmico do modelo keynesiano, não aumentam em grau suficiente para cobrir a crescente taxa de poupança, causada pela propensão marginal a consumir inferior à unidade. Há assim uma tendência permanente ao subconsumo, que é agravada pela distribuição desigual da renda, e que os investimentos não conseguem cobrir. Resulta daí a depressão do sistema capitalista, e a possibilidade do emprego manter-se de forma indefinida.

No último capítulo da Teoria Geral, Keynes afirma que há dois problemas centrais no capitalismo moderno. Um deles é a excessiva concentração de renda e riqueza que separa as classes sociais; o outro problema do capitalismo moderno era sua incapacidade de gerar continuamente o nível de demanda agregada capaz de alcançar ou, mais adequadamente, de sustentar o pleno emprego e a plena utilização da capacidade produtiva existente.

É nesta situação que Keynes atribui à intervenção estatal na economia, para sustentar o próprio sistema, que para ele é incapaz de assegurar automaticamente o pleno emprego e o desenvolvimento econômico sem crises, de duração indefinida, como pretendia a teoria da escola clássica.

Encontrando-se o Estado em situação de poder calcular a eficiência marginal dos bens de capital a longo prazo e com base nos interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização direta dos investimentos [...] (KEYNES, 1988, p. 118).

Conforme Lopez e Puchet (2008) afirmam, Keynes não se limitava a recomendar um gasto fiscal crescente, sua visão tratava-se da adoção explícita de um compromisso governamental com o pleno emprego, no marco de uma associação estreita entre o setor público e o empresariado privado.

A atuação do Estado deveria se dar pelo lado da demanda, reduzindo os impostos e estimulando os gastos públicos, somente se houvesse insuficiência de demanda e crise de desemprego. Neste sentido, Keynes pretendeu que:

O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio de fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas. (...) Eu, entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e formulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada. (KEYNES, 1988, p. 248)

Keynes enfatiza que não é dever do Estado obter ou aprimorar os meios de produção, mas sim determinar o nível de investimento e a taxa básica que remunera quem detém esses meios. O Estado apenas asseguraria que o nível de investimento está adepto com o pleno emprego.

A política econômica keynesiana é uma política macroeconômica que visa administrar a demanda agregada de modo a mantê-la no nível adequado à sustentação do pleno emprego. Idealmente, a política econômica keynesiana seria aquela que afetaria o investimento agregado privado, criando um ambiente seguro que estimularia os empresários a fazerem escolhas mais arriscadas – mas que gerem lucros e mais empregos – em vez de acumularem ativos líquidos.

Segundo Carvalho (2008) as políticas de administração de demanda seriam duas: a política monetária, por onde os agentes econômicos são induzidos a ajustar suas demandas por movimentos de preços relativos dos ativos (taxas de juros); e a política fiscal, em que o governo age sobre a demanda diretamente através de seus gastos, ou indiretamente, através da imposição de tributos sobre os agentes privados. Segundo a teoria keynesiana, a política monetária tende a ter efeitos maiores sobre a decisão de investir; enquanto que a política fiscal atuaria mais sobre as despesas de consumo, pois tanto o gasto público quanto os impostos incidiriam diretamente sobre a renda dos agentes econômicos, impactando suas despesas de consumo.

A política monetária tem influência sobre o nível de renda e do emprego. Por um lado, os fatores monetários afetam a capacidade dos bancos comerciais de proverem recursos de curto prazo para as empresas financiarem suas necessidades de capital circulante, o que afeta nas de decisões de produzir, visto que o nível de produção da empresa depende do capital circulante disponível para se investir. Por outro lado, a disponibilidade de recursos líquidos afeta a decisão de investimento através da influência sobre a taxa de juros utilizada para o desconto de rendas futuras. Por esta razão, Keynes propôs que as autoridades monetárias devem manter as taxas baixas permanentemente, agindo para reduzir a demanda, quando necessário, por outros meios (Keynes, CWJMK, 21, capítulo 5, 1977)<sup>5</sup>.

Quanto maior for a taxa de juros da economia, maior é o estímulo para as famílias pouparem, ou os empresários investirem em ativos líquidos e, portanto, maior será o desemprego, uma vez que o investimento não está sendo direcionado para forças produtivas. As suspeitas de oscilações na taxa de juros interferem nas decisões de gastos dos investidores em suas escolhas pelo melhor lucro monetário. Logo a taxa de juros é um instrumento que influencia a demanda agregada, e deve ser mantida em níveis baixos.

Para Keynes, todos os ativos possuem intrinsecamente uma taxa de juros, e os agentes podem escolher, entre as diversas formas de remunerações, ativos que não afetam o nível de produção, como por exemplo, moedas conversíveis. Assim, a taxa básica de juros da economia deveria ajustar os preços relativos dos ativos passíveis de investimento no sistema econômico, sejam moedas conversíveis, títulos públicos ou privados, investimentos diretos, ações de empresas.

Uma vez que a taxa de juros da economia tem influência direta sobre a decisão de investir, a política monetária é capaz de administrar a demanda efetiva. Contudo, em momentos de desconfiança generalizada dos agentes, a política monetária pode pouco contribuir, pois em períodos de recessão onde a taxa de juros está em seu patamar mínimo, as pessoas não esperam grandes retornos dos investimentos físicos ou financeiros e mantêm os seus ativos em depósitos bancários de curto prazo em vez de fazer investimentos de longo prazo – chamada armadilha de liquidez.

---

<sup>5</sup> KEYNES, citado em Economic policies for monetary economies Keynes's policy proposals for na unemployment-free economy, por CARVALHO, F. J. C., 1997, p. 45.

Segundo Carvalho (1994), na visao keynesiana, a política monetaria é elemento das políticas de governo desenhadas com objetivo de estabilizar como a manutenção simultânea dos grandes equilíbrios macroeconômicos, como pleno emprego, orçamento público, balanço de pagamentos e controle de inflação. A politica monetaria, assim, deve ser coordenada com as outras politicas do governo, nem idependente, nem subordinada.

Keynes, apesar de dar importância à politica monetária, argumenta que:

não é muito correto que eu confira importância primaz à taxa de juros. Confiro importância primaz à escala de investimento e me interesso na taxa de juros como um dos elementos para se alcançar isto. Mas, devo considerar a intervenção estatal encorajadora de investimento um fator mais importante<sup>6</sup>.

A intervenção estatal apresenta-se na forma de política fiscal, pois atuaria diretamente sobre a capacidade de gastos dos agentes, sendo, por isso, considerado instrumento mais eficaz de gestão de demanda efetiva. A política fiscal, em Keynes, é baseada na administração de gastos públicos com o aumento de investimentos; e na política de tributação com a redução de impostos sobre os investimentos, visando aumentar sua rentabilidade esperada.

Na teoria keynesiana, o impacto do gasto público sobre a demanda agregada e sobre o nível de atividades é semelhante aos investimentos privados, pois, do lado da demanda, sustenta o ciclo econômico, expande e integra o mercado, e do lado da oferta, afeta a produtividade geral da economia e antecipa os ciclos de investimento. Com os investimentos públicos, o governo passa a ser consumidor, pois ao construir uma escola, por exemplo, além de criar mais emprego, o governo terá de demandar bens e serviços, o que se transforma em renda para o agente privado, o qual, por sua vez, vai aumentar sua produção e ampliar seus gastos na forma de consumo, ocasionando, assim, o efeito multiplicador em toda a economia, chegando aos consumidores. Tendo em vista, que com o aumento da produção, os agentes privados também precisarão de mão-de-obra, aumentando o nível de emprego, também nas empresas de bens de consumo, pois com mais pessoas recendo renda, mais pessoas estarão consumindo, assim definido por Keynes, como o efeito multiplicador de gastos do governo.

---

<sup>6</sup> KEYNES citado em As políticas fiscal e monetária em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período pós-Plano Real, por TERRA, F. H. B e FERRARI, F., 2010, p. 3.

Para Keynes, a gestão de gastos públicos é constituída por dois orçamentos: o corrente e o de capital<sup>7</sup>. O orçamento corrente se refere aos recursos necessários à manutenção dos serviços básicos fornecidos pelo Estado à população, tais como saúde pública, educação, infra-estrutura urbana, defesa nacional, segurança pública e previdência social.

O orçamento de capital, diz respeito às despesas públicas com investimentos produtivos realizados pelo Estado a fim de manter a estabilidade do sistema econômico. Estes investimentos devem ser realizados por órgãos públicos ou semi-autônomos (órgãos que não fazem parte do governo e não objetivam lucro), desde que almejem a regulação do ciclo econômico.

Keynes defendia que o orçamento corrente deveria estar equilibrado em todo o tempo ou mesmo obter superávits. Já o orçamento de capital poderia ter desequilíbrios temporários, os quais seriam ajustados pelos superávits gerados no orçamento corrente. Assim, o orçamento de capital deveria ser operado de forma anticíclica, evitando elevadas flutuações nos investimentos privados através da implementação de um programa de estabilidade fiscal de longo prazo.

O orçamento de capital, por ser responsável pelos investimentos produtivos, cria seu próprio superávit, ao longo termo. Para o equilíbrio das finanças públicas basta que não se incorra em déficit corrente, uma vez que os superávits demandados no orçamento corrente financiam eventuais déficits no orçamento de capital, no curto prazo, bem como os retornos dos investimentos públicos realizados tendem a equilibrar, no longo prazo, o próprio orçamento de capital.

Em situações de recessão, onde há queda no nível de renda devido ao aumento do desemprego, o governo poderia suspender temporariamente o equilíbrio fiscal. Os governos deveriam incorrer em déficit orçamentário para recriar o pleno emprego, o qual teve uma queda gerada pela falta de investimentos privados. Nestas condições, Keynes preconiza:

O orçamento de capital será um ingrediente necessário nesta análise do investimento esperado... Esta é uma grande mudança na apresentação dos nossos negócios que eu desejaria muito que adotássemos e que não possui qualquer relação com o financiamento via déficit público. Bastante distinta é a proposta de que se, por uma razão ou outra, o volume de investimento planejado fracassa em produzir o equilíbrio, acabará provocando o

---

<sup>7</sup> As descrições de Keynes sobre a política orçamentária encontram-se no capítulo 5 do volume XXVII dos *Collected Writings of John Maynard Keynes*, intitulado *Employment Policy*, publicado em 1980.

desequilíbrio do orçamento corrente. Este é apenas o último recurso, utilizado quando o mecanismo do orçamento de capital não opera<sup>8</sup>.

Nessas circunstâncias, o déficit poderia resultar da combinação de um amplo programa de gasto público com um multiplicador relativamente reduzido, que pode ocorrer se os agentes privados estão assolados por tal incerteza sobre o futuro que não se animam sequer a gastar a proporção normal de sua renda acrescida pelo gasto público.

Para Sicsú (2008), desequilíbrios orçamentários devem ser sempre evitados, mas em condições emergenciais, podem ser aceitos. Contudo, se o orçamento já está no limite máximo de déficit aceitável, se a carga tributária não pode ser elevada e o governo precisa gerar mais emprego, então, o governo deve recompor seus gastos a fim de reduzir desemprego, e proporcionar, a longo termo, um equilíbrio do orçamento. Se os déficits públicos passarem a ser profundos e permanentes, o que ocorrerá é o endividamento do Estado, assim impedirá que o governo possa realizar políticas de gasto para combater o desemprego. Os déficits públicos não devem ser eliminados com corte no orçamento de capital, pois é este o indutor de instituições produtivas, que via multiplicador de investimentos se torna superavitário em longo prazo.

Para Keynes (1983), a economia capitalista não é capaz de tender automaticamente ao pleno emprego, nem tão pouco permanecer neste. Portanto, cabe ao governo, principalmente em períodos de depressão quando se defronta com o declínio da eficiência marginal do capital, regular as flutuações econômicas, através de políticas fiscal e monetária que influenciem o estado de expectativa dos agentes, possibilitando alterações no nível de investimento a fim de evitar a estagnação no longo prazo.

Portanto, em condições de *laissez-faire*, talvez seja impossível evitar grandes flutuações no emprego sem uma profunda mudança na psicologia do mercado de investimentos, mudança essa que não há razão para esperar que ocorra. Em conclusão, acho que não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento (KEYNES, 1988, p. 215).

---

<sup>8</sup> KEYNES, citado em Populismo econômico versus Keynes: a reinterpretação do déficit público na América Latina, por BRESSER-PEREIRA, L. C, e DALLA'ACQUA, F., 1964, pág. 193.

Assim, dado a importância representada pelos investimentos na determinação da renda agregada e o impacto de suas flutuações, devido às condições de incerteza de uma economia monetária de produção, Keynes ressalta que o investimento deve ser conduzido pela complementaridade entre as iniciativas privadas e públicas. Porém é papel do Estado induzir ou estimular o setor privado a investir, assim, como estabilizadoras das flutuações cíclicas do sistema econômico. Não é demais salientar que as expectativas dos agentes são o fator desestabilizador do sistema e que, portanto, é sobre elas que atuará a política fiscal. Tão claro deve ser isto, principalmente aos investidores, que Keynes elabora a noção de orçamento de capital para que o investidor produtivo tenha compromissado consigo a atuação estatal para assegurar a certeza de demanda efetiva no sistema econômico.

Num mundo incerto, no qual agentes arriscam sua possibilidade de comando sobre a riqueza social a fim de conseguirem mais deste poder no futuro, a política fiscal deve ser aquilo de mais sólido que a iniciativa privada tem contato, garantindo uma dinâmica de crescimento da riqueza e, por conseguinte, mantenedora e ampliadora da propensão ao consumo da sociedade, fomentando as prospecções dos investidores<sup>9</sup>.

Portanto, política econômica keynesiana almeja a manutenção dos níveis de demanda efetiva, tendo como fim abrandar o desemprego involuntário, por meio da estabilização das expectativas dos investidores. O resultado que se anseia chegar, em última instância, é a construção de uma sociedade com eficiência econômica, justiça social e liberdade individual.

---

<sup>9</sup> TERRA, F. H. B., e FERRARI, F. F., As políticas fiscal e monetária em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período pós-Plano Real, 2010, pág. 7.

### 3. A CRISE FINANCEIRA DE 2007 E SUAS REPERCUSSÕES INTERNACIONAIS.

A atual crise econômica internacional, que se manifestou ao mundo como crise financeira e imobiliária norte-americana, afetou profundamente o ambiente político, social e econômico de todos os países. Para entendermos como se deu o contágio internacional e o desenvolvimento dessa pandemia econômica global, faz-se necessário uma pequena análise dos fatos que a desencadearam.

Dominique Strauss-Kahn, diretor geral do Fundo Monetário Internacional (FMI), afirmou que a crise econômica e financeira atual "não tem precedentes". "Estamos diante de uma crise financeira inédita, porque ela nasceu no coração do sistema, os Estados Unidos da América (EUA), e não de sua periferia, e afetou simultaneamente o mundo inteiro", disse Strauss-Kahn no Cairo. "Algumas partes do mundo estão mais ou menos afetadas, mas a desaceleração é geral", disse, acrescentando que "toda a economia mundial vai desacelerar entre meio ponto e dois pontos percentuais, inclusive na China e na Europa"<sup>10</sup>.

Segundo Vidotto (2008), a crise dos Estados Unidos irrompeu pelo elo fraco dos contratos hipotecários de alto risco, cuja inadimplência atingiu níveis sem precedentes em 2007. Com o desencadear do estouro da bolha habitacional, os ativos à ela relacionados sofreram drástica queda, cujas perdas dos investidores altamente alavancados neste sistema bancário levavam a ações que causavam mais perdas, numa corrida bancária maciça que deestruturou os chamados bancos-sombra.

De acordo com David Carvalho (2009), ocorre que, devido os laços da economia dos EUA com o resto do mundo, a escalada da crise financeira ganhou uma dimensão mundial contaminando todos os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Assim sendo, convive-se agora com uma *crise financeira global* plenamente estabelecida como uma profunda recessão, porém sem ainda dar sinais visíveis de que a economia mundial chegará ao fundo do poço, que é o estado de uma grande depressão como a dos anos 30.

---

<sup>10</sup> G1 NOTÍCIAS. Crise financeira 'não tem precedentes', anuncia FMI. Disponível em: [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL761566-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+NAO+TEM+PRECEDENTES+ANUNCIA+FMI.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL761566-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+NAO+TEM+PRECEDENTES+ANUNCIA+FMI.html). Acesso em 02/11/2009.

Conforme Krugman (2009), a crise de 2008 não pertence a apenas um único modelo de crise, não é apenas simples crise bancária ou cambial, nem mesmo uma crise de falta de liquidez, ou crise de inadimplência. Mas sim, resultado de erros de política econômica em economias tidas como praticantes de boas políticas monetárias, erros dos mercados financeiros dificilmente eficientes, e por erros dos agentes econômicos que viveram sobre manias de títulos lastreados em hipotecas.

Como a crise financeira se propagou paulatinamente para a economia real, o objetivo aqui se dá em correlacionar o que levou à crise e qual sua repercussão não só no país de origem – os Estados Unidos, mas também no resto do mundo. Para tanto, analisar-se-á a dinâmica econômica que propiciou uma crise dessa natureza.

### 3.1 UMA CRISE COM HISTÓRICO PECULIAR

A partir da década de 1970, o mundo voltou a deparar-se, mais uma vez, com uma crise de proporções internacionais, marcada pelo colapso do sistema monetário nascido em Bretton Woods, os choques de petróleo (em 1973 e 1979), o fenômeno da estagflação mundial (recessão com inflação) e pelos endividamentos dos países em desenvolvimento. Nesse ambiente, as políticas tipicamente keynesianas, adotadas e muito bem sucedidas desde o fim da Segunda Guerra Mundial, começaram a ser questionadas e até acusadas de insuficientes para fomentar o desenvolvimento do capitalismo. A partir de então, teorias monetaristas e o protecionismo econômico começaram a se impor no sistema internacional. Taxas de juros foram elevadas e vários países passaram a adotar políticas comerciais protecionistas a fim de proteger a economia nacional, em detrimento da demanda global. Aos poucos o keynesianismo foi sendo soterrado e, por conseguinte, ressurgia as estratégias liberalizantes, iniciando o modelo de gestão econômica intitulado neoliberal e o processo de globalização. O mundo passou por uma reestruturação capitalista, devido à crise na estrutura de seu sistema, o que acarretou na liberalização das economias e, principalmente, das relações financeiras. Esse processo seria complementado pelas privatizações, desregulamentação e flexibilização dos mercados, aumento da concorrência internacional entre capitais privados e capitalismo nacionais.

A globalização é um dos processos de aprofundamento da integração econômica, social, cultural e política, que teria sido impulsionado pelo barateamento dos meios de transporte e comunicação dos países do mundo no final do século XX e início do século XXI. É um fenômeno gerado pela necessidade da dinâmica do capitalismo de formar uma aldeia global que permita maiores mercados para os países centrais cujos mercados internos já estavam saturados, como mostra a queda da taxa média de lucros no setor industrial das maiores economias do mundo após a década de 1970<sup>11</sup>.

Segundo Vieira (2005) com o processo de globalização gerou-se uma fase da expansão capitalista, onde é possível realizar transações financeiras, expandir seu negócio até então restrito ao seu mercado de atuação para mercados distantes e emergentes, sem necessariamente um investimento alto de capital financeiro, pois a comunicação no mundo globalizado permite tal expansão, porém, obtêm-se como consequência o aumento acirrado da concorrência. A globalização normalmente é associada a processos econômicos, como a circulação de capitais, a ampliação dos mercados ou a integração produtiva em escala mundial.

De acordo com Corazza (2003), o tema da “globalização financeira” tem assumido a propriedade de um substantivo “financeirização”.

Esta financeirização da economia se expressa de vários modos: como valorização financeira superior ao crescimento do produto real; como lógica, concorrência e macroestrutura financeiras, que envolvem e subordinam a dinâmica da acumulação real; como processo de globalização e integração dos mercados financeiros, que desconhecem fronteiras e poderes nacionais, na medida em que esses mercados perderam suas referências espaciais, assumindo mais a forma de redes articuladas de fluxos financeiros “desterritorializados”, que operam ininterruptamente, em tempo real; finalmente, as próprias crises financeiras se tornaram autônomas e passaram mesmo a ser causas das crises econômicas reais. Na verdade, tudo se passa como se vivêssemos efetivamente sob o domínio da riqueza abstrata, de caráter monetário, financeiro e mesmo fictício<sup>12</sup>.

A globalização financeira trouxe uma nova ordem econômica mundial que modificou o papel do Estado na medida em que alterou radicalmente ênfase da ação

---

<sup>11</sup> De acordo com a OCDE, a taxa média anual de lucro líquido das empresas do setor manufatureiro do G7, que era da ordem de 26,2% entre 1950 e 1970, caiu para a casa dos 15,7% entre 1970 e 1993. Ao mesmo tempo, a taxa de crescimento do PIB manufatureiro dos países do G7, que crescia a uma média anual de 5,5% entre 1950 e 1973, despencou para uma média anual de 2,1% entre 1973 e 1993. (Cf. BRENNER, 2003, p. 46)

<sup>12</sup> CORAZZA, G. Globalização Financeira – a utopia do mercado e a re-invenção da política, 2003, p. 1. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/A24.pdf>. Acesso em 30/10/2009.

governamental, que agora é dirigida quase exclusivamente para tornar possível a economia nacional desenvolver e sustentar condições estruturais de competitividade em escala global. Seus efeitos são de certa forma, controversos. Por um lado, a mobilidade dos fluxos financeiros através das fronteiras nacionais pode ser vista como uma forma eficiente de destinar recursos internacionais e canalizá-los para países emergentes. Por outro, a possibilidade de usar os capitais de curto prazo para ataques especulativos contra moedas são considerados como uma nova forma de ameaça à estabilidade econômica dos países.

Os agentes mais dinâmicos da globalização não são os governos que formaram mercados comuns em busca da integração econômica, mas os conglomerados e empresas transnacionais que dominam a maior parte da produção, do comércio, da tecnologia e das finanças internacionais. Quem comanda a economia global é cada vez mais o mercado financeiro, são as grandes corporações, e não os governos, que decidem sobre câmbio, taxa de juros, rendimento da poupança, dos investimentos, preço de *commodities*, etc.

De acordo com Carvalho (2009) a integração financeira é um problema da globalização econômica devido à mobilidade de capital, muito maior que de qualquer outro fator, bem ou serviço, que cria a possibilidade de movimentos maciços de recursos entre economias em reação a estímulos muitas vezes relativamente pequenos. Enquanto a integração comercial, por exemplo, trata com fluxos de exportação e importação de bens e serviços, cuja movimentação implica em grandes custos de transação, os mercados financeiros lidam com estoques de ativos, como no caso de fugas de capitais, por exemplo. Os custos financeiros de transação são muito menores que os envolvidos em transações comerciais, raramente servindo de barreira efetiva a uma reorientação mais ampla de movimentos de recursos entre países.

Para Keynes<sup>13</sup>, o principal problema criado pela integração financeira era, assim, a dificuldade que a autoridade monetária enfrentaria para fixar as taxas de juros que fossem compatíveis com a preservação do pleno emprego. Se essas taxas fossem inferiores às oferecidas em outras economias, a reação à política monetária expansiva seria a fuga de capitais.

---

<sup>13</sup> KEYNES, apud CARVALHO, Keynes e a globalização financeira *in* Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas (2008, p. 18).

Segundo Pires e Paulino (2010), desde a década de 1980, o mercado financeiro assumiu proporções gigantescas se comparado com o setor produtivo. Diversos instrumentos financeiros aparentemente sólidos, foram colocados no mercado com o objetivo de atrair o dinheiro que não encontrava aplicação produtiva. Qualquer ativo poderia ser objeto de inovações financeiras por meio da criação de novos derivativos.

Assim, com a concorrência, as instituições financeiras se veem constantemente pressionadas a criar novos instrumentos. O fato de não existir registro de patentes para as inovações financeiras e a facilidade com que podem ser copiadas pelos concorrentes reforçam essa tendência (Cagnin, 2009).

Com isso, houve uma divisão na classificação dos bancos, onde uma delas seria a de bancos comerciais, os quais aceitavam depósitos e estavam sujeitos a fortes restrições quanto aos riscos que poderiam assumir, e tinham de atender algumas exigências, tais como: manter reservas líquidas, dispor de capital substancial e pagar as despesas do sistema de garantia de depósitos, em troca obtinham a facilidade do crédito direto da autoridade monetária; e a outra categoria seria os bancos de investimentos, que não aceitavam depósitos e o rigor de suas regulamentações eram muito menores, pois as instituições que não aceitariam depósitos não estariam sujeitas a corridas bancárias.

A estrutura do sistema financeiro dos EUA passou por mudanças com a concorrência entre as instituições bancárias e não bancárias. Para fortalecer e expandir o sistema de financiamento residencial, a partir de 1930, as autoridades americanas apoiaram as instituições de *Saving & Loans* (S&L)<sup>14</sup> e o desenvolvimento de mecanismos que permitissem uma melhor gestão de riscos por meio da criação de um mercado secundário de hipotecas e da concessão de garantias públicas.

A hipoteca concede direito real constituído a favor do credor sobre patrimônio do devedor ou de terceiro, como garantia exclusiva do pagamento da dívida. Permite ao credor reaver seu capital caso o devedor descumpra cláusulas essenciais do contrato. A concessão de crédito ocorre mediante a emissão de nota promissória, em paralelo à constituição da hipoteca, que confere ao credor o direito a reaver o principal do empréstimo acrescido de juros.

---

<sup>14</sup>Saving & Loans – Poupança e Empréstimos é uma instituição financeira nos Estados Unidos que aceita depósitos de poupança e faz hipoteca, financia carros e outros empréstimos para pessoas físicas.

A partir de 1970 tem-se um novo mercado secundário de hipotecas, baseado em contratos de crédito hipotecário, com empresas patrocinadas pelo governo responsáveis para garantir a liquidez desse setor financeiro, *Government-Sponsored Enterprise* (GSE). Dentre as instituições criadas com esta finalidade está a *Federal National Mortgage Association*, conhecida como *Fannie Mae*, autorizada a conceder e garantir empréstimos; e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, conhecida como *Freddie Mac*, a qual compra hipotecas no mercado de créditos hipotecários de primeira mão, e, posteriormente, emite títulos referenciados a estas hipotecas, as *mortgage-backed securities* (MBS), estas foram as pioneiras no esquema de securitização.

Segundo Vidotto (2008), no caso do mercado de hipotecas, a securitização se inicia quando o credor utiliza o contrato de empréstimo associado à hipoteca para lastrear outros contratos. Esses novos instrumentos de dívida, emitidos sob a forma de títulos (*securities*) são então negociados em mercados secundários.

Com as inovações no mercado secundário de hipotecas, agentes privados passaram a se interessar em trabalhar com financiamento habitacional. A crescente desregulamentação financeira e a intensificação da concorrência têm levado, desde então, a uma maior proliferação de contratos “não tradicionais”. Assim, formaram-se um conjunto de instituições chamadas de bancos paralelos ou bancos-sombra, conforme assinala Krugman (2009, p. 168):

Hoje, o conjunto de instituições e de arranjos que atuam como “bancos não-bancos” é, em geral, denominado “sistema bancário paralelo” ou sistema bancário sombra”. Acho que este segundo termo é mais descritivo, além de mais pitoresco. Os bancos convencionais, que aceitam depósitos e são parte do sistema do Federal Reserve, operam mais ou menos à luz do sol, com livros escancarados e com reguladores olhando sobre seus ombros. Já as operações de instituições não depositárias, que são bancos de fato, em contraste, são muito mais sombrias.

A partir de 2001, houve um crescimento da participação dos contratos não tradicionais, os quais abriu possibilidade para a criação de operações semelhantes utilizando outros ativos como colateral, principalmente financiamento de automóveis e recebíveis de cartões de crédito, originando os contratos *Asset-Backed Securities* (ABS)<sup>15</sup> e também o *Collateralized Debt Obligation* (CDO)<sup>16</sup>. Com isso, o que

---

<sup>15</sup> ABS, em português: títulos lastreados em ativos. É uma forma de agrupar ativos financeiros de pouco valor e sem liquidez difíceis de serem vendidos individualmente, um processo de securitização. Assim, cada título vai representar uma fração do valor total do conjunto diversificado de base dos ativos.

ocorreu foi a integração do sistema de financiamento residencial ao mercado de capitais.

Durante o mandato de Allan Greenspan<sup>17</sup>, como presidente do *Federal Reserve System* (Fed), formaram-se duas bolhas de ativos: em ações e em imóveis residenciais. A bolha de ações, ocorrida na década de 1990, se deu com a confiança nos lucros gerados pelas empresas na área de tecnologia da informação, e pela crença dos investidores na improbabilidade de novas crises recessivas como as das décadas anteriores, uma vez que o nível de desemprego caíra a patamares incomuns, situando-se ao nível dos 4%<sup>18</sup>. A bolha habitacional, teve início nos primeiros anos da década de 2000, onde as taxas de juros desse setor estavam muito baixas, atraindo a compra de moradias e aumentando a demanda, elevando, naturalmente, os preços dos imóveis. Assim, os agente econômicos acreditavam que a economia estava com crescimento sustentável, que o mercado não teria mais risco, tendo em vista que as grandes corporações estavam com crescimento acelerado, e o setor imobiliário se valorizando cada vez mais.

Conforme observou Fazzari<sup>19</sup>, a cultura de consumo nos Estados Unidos é de se comprar imóvel com dinheiro emprestado. A geração de americanos até 1930, época da grande depressão, eram mais conservadora, a tecnologia e a informação ainda não havia chegado. Após a década de 1980, as grandes corporações tomaram conta do país, e para que essas corporações tivessem lucros era preciso que as pessoas deixassem de ser tão conservadoras e partissem para o consumismo. A partir da década de 1990, foram adotadas políticas monetárias que fomentavam o consumo, dentre as quais, a queda da taxa de juros e o aumento da oferta de crédito, o qual passou a ser facilitado. No caso do setor imobiliário, além dessas condições, surgiu a possibilidade de financiamento e refinanciamento para adquirir outros bens de consumo imediato. Assim, uma família tomava empréstimo e dava sua casa como garantia, com o passar do tempo poderia tomar mais empréstimo ou refinarciamentar o que já devia e obter mais dinheiro para gastar, por

---

<sup>16</sup> CDO, em português: obrigação de dívida garantida. É um título de dívida lastreado por um conjunto de ativos financeiros.

<sup>17</sup> Allan Greenspan foi o presidente do Banco Central Americano desde maio de 1987 à janeiro de 2006.

<sup>18</sup> A partir de 1994, a taxa de desemprego nos EUA teve significativo declínio. Deixando o patamar de 6,60% em jan/1994, chegando a 4,00% em dez/200. Dados disponíveis em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>. Acesso em 14/10/2010.

<sup>19</sup> Steven Fazzari é professor do Departamento de Economia da Universidade de Washington no Campus BOX 1208 – palavras discursadas em palestra realizada no III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira.

exemplo, com viagens, carros, reformar a casa. E ainda, esses empréstimos eram concedidos de forma facilitada, com redução ou sem precisar dar entrada em relação ao imóvel e ampliação do número de prestações mensais, ou seja, maior tempo para quitar o imóvel.

Assim como observaram Roubini e Mihm (2010, p. 26):

Enquanto os valores das residências subiam e os salários estagnavam, os proprietários usavam suas casas como garantia de novos empréstimos, frequentemente na forma de uma retirada ou de um empréstimo hipotecário; as pessoas efetivamente usavam suas casas como um caixa automático. À medida que os preços das casas subiam, os mutuários podiam tomar mais dinheiro emprestado, usando o que eles haviam comprado – reformas da casa ou uma segunda residência – como garantia adicional para novos empréstimos.

Krugman (2009) argumentou com prudência que os compradores de imóveis não deviam contrair financiamentos imobiliários cujas prestações estivessem acima de sua capacidade de pagamento. Porém, iludidas pela retórica consumista dos bancos e pelos devaneios consumistas da mídia, as famílias norte-americanas se deixaram levar pelo aumento contínuo do valor de mercado das casas e queriam tirar proveito dessa situação de qualquer forma, sem se preocupar com o valor total da prestação. Não se importavam também com as taxas de juros, com as condições impostas em relação a estas hipotecas, às quais eram cobradas taxas muito baixas nos primeiros anos do empréstimo, porém crescentes com o passar do tempo.

Uma vez que os preços dos imóveis subiram constantemente, a capacidade de pagamento do devedor não importava tanto ao credor. Caso a prestação tornasse excessivamente alta, o comprador tinha a possibilidade de efetuar um novo empréstimo, baseado na alta do valor do mercado do imóvel. Grande parte desses empréstimos se enquadrava na categoria em que chamam de crédito *subprime* (que reúne tomadores sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência), e *Alt-A* (*alternative A*) – que consistem em empréstimos a tomadores sem comprovação de renda mas com bom histórico de pagamento.

A partir de 2000, houve acentuada alta nos preços dos imóveis; e, ainda, como já exposto, expansão do crédito hipotecário, aumentando a demanda por moradias e valorizando-as. Como as famílias podiam emprestar e refinanciar suas dívidas, assim como utilizar do empréstimo para outros bens de consumo, o que ocorreu foi um forte estímulo para o endividamento dessas famílias, que tinham

prestações com montantes superiores à suas capacidades de pagamento. Assim, os preços das casas chegaram a um patamar em que não permitia a compra de casas pela maioria das famílias, mesmo com as facilidades existentes, ocasionando na desaceleração das vendas.

A partir do terceiro trimestre de 2005 a grande bolha da habitação começou a esvaziar-se, no segundo trimestre de 2006 os preços das residências começaram a cair lentamente, e tão logo, com velocidade crescente. Em 2007, segundo o índice *Case-Shiller*, que mede a evolução dos preços das casas americanas, os preços declinaram mais de 15%. O preço médio das casas caiu 18,2% nas 20 maiores cidades dos Estados Unidos em novembro de 2008, em relação ao mesmo mês de 2007, segundo dados divulgados pela agência de classificação *Standard & Poor's* (S&P). O índice de preços nas dez maiores áreas urbano americanas caiu 19,1% em novembro, e se manteve assim no nível historicamente baixo que já havia sido registrado em outubro. Ainda em novembro de 2008, David Blitzer – presidente do comitê de índices da S&P – manifestou em comunicado de imprensa que, desde agosto de 2006, os índices de preços das 20 maiores cidades dos EUA vêm caindo, ou seja, uma queda de 28 meses consecutivos<sup>20</sup>.

De acordo com Cagnin (2009), o fim do período de taxas de juros baixas dos contratos do segmento *subprime* em 2006 e a elevação da taxa de juros básica americana a partir do final de 2004<sup>21</sup> elevaram o custo financeiro desses créditos, refletindo no nível de inadimplência dessas operações. A ampliação do número de execuções de hipotecas e o endurecimento das condições de crédito determinaram a reversão do ciclo de preço dos imóveis a partir de meados de 2006.

A partir do momento em que os preços dos imóveis passaram a cair, os tomadores de empréstimos, principalmente os da categoria *subprime*, não teriam mais a possibilidade de refinanciar ou tomar mais empréstimos, o que além de dificultar as vendas de novas moradias, também abriu espaço para que surgisse a inadimplência elevada.

---

<sup>20</sup> Disponível em:

<http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2009/01/27/preco-de-casas-cai+182+nos+eua+em+1+ano+3661908.html>. Acesso em 09/10/2010.

<sup>21</sup> Em junho de 2004 o Federal Reserve eleva a taxa de juros de 1% a.a. para 1,25% a.a., o que não acontecia há quatro anos. Entre 2004 e 2006 o Fed aumentou consecutivamente em 0,25 p.p. a taxa básica de juros, terminando o ano de 2006 com a taxa de 5,25% a.a. até o fim do segundo trimestre de 2007. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>. Acesso em 14/10/2010.

Para Vidotto (2008), com o crescimento da inadimplência a performance dos pacotes securitizados passou a cair abaixo do limite estabelecido em garantia contratual. O que levou a um movimento de aplicadores tentando desfazer suas posições junto aos bancos, os quais registraram em seus balanços o prejuízo com esses ativos. E, ainda, as repercussões da desvalorização dos imóveis alcançam as seguradoras dos títulos, mas o contexto se agravou com o súbito aumento da aversão ao risco por parte do sistema bancário.

Nesse momento, em que os tomadores de hipotecas ficaram inadimplentes, os detentores dos títulos lastreados em hipotecas percebem que não só deixariam de receber os juros que esperavam como também não conseguiriam vender os papéis para outros investidores, os quais passaram a ter o mesmo temor. Assim, os investidores tinham um título cujo valor de mercado ficou abaixo do esperado, o que leva a tentativa de se livrar desses títulos, reduzindo seu valor no mercado. E, ainda, a desconfiança do lucro esperado decaiu sobre papéis semelhantes aos *subprime*, contagiando outros segmentos do mercado de capitais.

De acordo com Carvalho (2008), a crise passou por uma fase que denominou de *crise patrimonial*, onde os bancos e financeiras tiveram queda no valor dos ativos tornando seus capitais negativos, ou seja, tinham mais despesas do que receitas, levando à insolvência das instituições. Foi o que ocorreu com os bancos e financeiras que compraram os títulos lastreados em hipotecas *subprime*, quando o valor destes caiu devido à desvalorização no mercado, muitos se viram insolventes, falidos, e outros chegaram perto disso.

Como afirma Roubini e Mihm (2010), com o agravamento da crise financeira, muitos dos ativos que os bancos possuíam nos seus balanços começaram a perder valor. Alguns desses ativos eram empréstimos não pagos; outros consistiam em títulos derivados de hipotecas e outros empréstimos. Conforme os tomadores de empréstimos se tornavam inadimplentes, o valor de tudo, de empréstimos a incorporadores locais, até as obrigações lastreadas em dívidas com garantias reais, começou a deteriorar: "E, à medida que ativos declinavam, o que restava do capital secava". (Roubini e Mihm, 2010, p. 190).

Devido aos vínculos criados pelas práticas de securitização, a crise de um segmento relativamente pequeno do sistema de financiamento habitacional expandiu-se em efeito cascata para diferentes mercados financeiros ao longo de 2007. Mesmo as instituições que sofreram com a queda do valor dos títulos, mas

sobreviveram à crise se retraíam, por um lado desconfiados do que ainda podia acontecer, e por outro lado, por ter menos capital para ceder empréstimos, resultando na falta de capital de giro para as empresas produzirem e para os consumidores falta crédito para financiar o consumo de bens duráveis, iniciando um processo de desaceleração da economia norte-americana.

O lado real da economia é atingido tão logo o preço dos imóveis entra em declínio, e na medida em que a atividade da construção civil despenca, acarretando na redução da demanda por bens de produção, o que afeta o nível de emprego. Com a elevação das taxas de desemprego, aumentava a inadimplência e diminuía cada vez mais o consumo, afetando a demanda agregada.

Em períodos de desconfiança o que ocorre é que as pessoas passam a reter moeda reduzindo seu consumo, resultando em uma drástica queda na demanda agregada, não só norte-americana como mundial, atingindo tanto os países desenvolvidos quanto os países em desenvolvimento, inclusive o Brasil. Como já mencionado, há uma redução no crédito tanto das famílias como das empresas, as quais não tem como comprar bens duráveis, no caso das famílias, e as empresas não possuem capital de giro para investir em produção. Se a demanda agregada está em queda, o que ocorre é a queda do emprego, que por sua vez diminui ainda mais os gastos, ocasionando um efeito multiplicador negativo sobre o consumo agregado que, devido à crise oriunda do setor imobiliário, faz a economia mergulhar na recessão.

A crise que havia iniciado nos Estados Unidos alcançara nível global; descobre-se, portanto, que realmente os papéis *subprime* americanos se integrou ao mercado de capitais, que por sua vez, levou até o setor financeiro mundial a instabilidade e a desconfiança dos investidores, espalhando a crise por todo o mundo.

Segundo Roubini e Mihm (2010), outras nações também adotavam políticas que alimentavam bolhas domésticas, assim quando eclodiu a crise financeira, estas nações já estavam vulneráveis. A partir de novembro de 2008, "a maioria das economias avançadas sofreu o mesmo tipo de queda de mercados de ações, de crises bancárias e outros desastres perturbadores que surgiram inicialmente nos Estados Unidos" (p. 133).

Numa economia globalizada, é mais do que comum se ter investimentos, empréstimos ou financiamentos oriundos de países estrangeiros. Assim, o contágio

da crise para outros países pode ser explicado pelos investimentos estrangeiros diretos nos Estados Unidos e por investimentos americanos realizados em outros países europeus, latino-americanos, asiáticos, etc. Assim como, com as incertezas dos mercados, houve a restrição global do crédito, o que comprometeu o comércio mundial. Além disso, bancos estrangeiros, fundos de pensão e uma série de instituições compraram os títulos lastreados em hipotecas, assim quando um mutuário de alto risco americano se tornava inadimplente, atingia todo o mundo. Ao passo que quando os bancos ou os investidores estrangeiros, por exemplo, passavam a ter prejuízos em seu país de origem, tinham de retomar seus investimentos para poder pagar suas obrigações, ou buscavam seu capital de outros países por precaução, por incerteza em relação à economia em que havia investido.

### 3.2 A PROPAGAÇÃO INTERNACIONAL E ESTRUTURAL DA CRISE FINANCEIRA DE 2007

A partir de junho de 2007, ocorreram diversos momentos mais agudos da crise, com repercussões acentuadas nos mercados interbancários globais (FARHI E CINTRA, 2009). Com a desconfiança dos investidores e a corrida bancária contra os bancos-sombras, a liquidez do mercado foi diminuindo, e as principais instituições bancárias norte-americanas cada vez mais enfrentando problemas em seus patrimônios.

De acordo com Roubini e Mihm (2010) devido à crescente inadimplência entre os tomadores de empréstimos, no início de 2007, a primeira firma não bancária especializada em empréstimos hipotecários subprime faliu. Em junho do mesmo ano, dois grandes fundos de hedge alavancados, administrados pelo Bear Stearns, entraram em colapso, provocando uma debanda para longe de todos os títulos subprime<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> ROUBINI, N. e MIHM, S., 2010, p.43.

Em seguida, agosto de 2007, houve o pedido de falência da *American Home Mortgage Investment Corporation*, uma das maiores empresas varejistas de hipotecas credoras nos EUA. A empresa comunicou que era incapaz de continuar com os financiamentos de empréstimos hipotecários já existentes, e também não mais seriam realizados novos empréstimos<sup>23</sup>.

Em julho de 2008, ocorreu a falência do IndyMacBank, parte do conjunto de instituições financeiras do *Federal Savings Bank* (FSB), especializadas em crédito hipotecário. O IndyMacBank era o maior *savings and loan* na região de Los Angeles e o sétimo maior em concessão ("originador") de hipotecas dos Estados Unidos, a instituição sofreu intervenção do Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC)<sup>24</sup>. Em decorrência do colapso do IndyMacBank, dois efeitos mais imediatos foram registrados: a) os depositantes no sistema bancário americano com depósitos superiores ao limite garantido pelo FDIC procuraram redistribuí-los entre diversos bancos; b) os temores de investidores e depositantes se alastraram para as demais instituições do FSB, provocando diversas novas falências.

Quase ao mesmo tempo da falência do IndyMac, ocorreu uma acentuada perda de confiança nas duas grandes agências para-estatais, a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*. Com a queda do preço dos imóveis, dados em garantias dos empréstimos, que passaram a valer menos do que as dívidas (hipotecas), com o crescimento da inadimplência das *conventional mortgages* e o investimento em MBS referenciados a hipotecas *subprime* e Alt-A, as empresas ficaram diante da possibilidade de insolvência, no que se refere a desequilíbrio patrimonial. Apesar de seus privilégios fiscais e regulatórios, as empresas patrocinadas pelo governo – GSE – nos três primeiros trimestres de 2008 declararam perdas acumuladas de US\$ 59,7 bilhões. A Fannie Mae tinha dívida total em torno de US\$ 800 bilhões, enquanto a da Freddie Mac alcançava US\$ 740 bilhões. Ademais, as duas companhias carregavam ou tinham dado garantias a títulos hipotecários no valor de US\$ 4,6 trilhões, o que representava 38% dos créditos hipotecários nos EUA e 32% de seu Produto Interno Bruto (PIB), estimado em US\$ 14,3 trilhões em junho de 2008.

---

<sup>23</sup> Disponível em: <http://www.americanhm.com/>. Acesso em 12/10/2010.

<sup>24</sup> O Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) é uma a agência federal dos EUA cuja principal função é a de dar garantia de depósitos bancários até US\$ 100 mil.

Parte significativa desses títulos tinha sido adquirida por bancos centrais estrangeiros. Os títulos emitidos pela Fannie Mae e pelo Freddie Mac foram considerados para a aplicação das reservas internacionais como tão "sem riscos" quanto os títulos do Tesouro americano, com a vantagem de oferecer rendimentos um pouco mais elevados (FARHI E CINTRA, 2009).

A falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, constituiu o ponto mais agudo da crise, que passou a apresentar contornos sistêmicos. Ela acarretou na paralisação das operações interbancárias, a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global. "A confiança afundou ainda mais, os preços dos ativos despencaram para nível ainda mais baixo e os poucos canais de crédito ainda em atuação secaram"<sup>25</sup>.

Mas, não foram somente os bancos de investimento e as GSE que sofreram os impactos da crise. Nesse período, outras instituições financeiras não-bancárias como *hedge funds*, fundos de investimento e seguradoras enfrentaram uma verdadeira "corrida bancária" contra os "não-bancos". Os bancos universais também registraram prejuízos crescentes. As estimativas das perdas permaneceram incompletas e conflitantes. À medida que reconheciam novas perdas, os grandes bancos foram obrigados, repetidas vezes, a sair em busca de cada vez mais custosos aportes de capitais, em particular de fundos soberanos, para reforçar seus caixas de forma a voltar a se adequar aos acordos de Basileia.

Outro período crítico da crise foi em 2008, quando o "*carry trade*"<sup>26</sup> implodiu, afetando diretamente a moeda japonesa que disparou, pois o capital deixou de sair do país. As economias emergentes não mais recebendo este capital, tiveram suas moedas desvalorizadas gerando grandes perdas financeiras para as empresas quem haviam contraído empréstimos em iene e concedido em real, por exemplo. Na Rússia, os bancos e as empresas tomaram empréstimos no exterior porque os juros externos eram mais baixos que as taxas em rublos. Porém, de repente, esses bancos e essas empresas são surpreendidos com o corte de suas linhas de crédito e com o agravamento de suas dívidas em moeda estrangeira, se vendo à beira da quebra.

---

<sup>25</sup> Krugman, 2009, p. 187.

<sup>26</sup> Operação que consiste em tomar empréstimos em países com baixas taxas de juros, como é o caso do Japão, e repassar esses empréstimos para os países com altas taxas de juros, como Brasil e Rússia.

Segundo Ferrari, as repercussões da crise foram observadas não somente no sistema financeiro, mas, principalmente, no lado real da economia. Nesse particular, por exemplo, em outubro de 2009, o World Economic Outlook, do Fundo Monetário Internacional (FMI), prognosticou um cenário de recessão para a economia mundial em 2009, bem como sinalizou que a recuperação econômica, a partir de 2010, será tímida e lenta.

À medida que o mercado de valores entrava em colapso, montanhas de hipotecas eram executadas, empresas faliam e os consumidores paravam de gastar. [...] a doença dos Estados Unidos já se espalhara pelo restante do mundo, e os mercados de ações estrangeiros, os bancos e as firmas de investimentos caíram na real. O desemprego aumentou, a produção industrial despencou e os preços declinantes levantaram o espectro de deflação (ROUBINI e MIHM, 2010, p. 22).

Quando a bolha habitacional dos Estados Unidos estourou, se espalhou por todo o sistema financeiro, e na medida em que os preços dos imóveis caíam, o setor da construção civil era afetado também, exercendo efeito negativo sobre o emprego, e tendendo a reduzir os gastos em consumo. Passemos, agora, a saber, de fato em que níveis as economias dos principais países foram afetados.

A começar pelos EUA, suas taxas de desemprego começaram a aumentar no ano de 2007, e até setembro de 2008 esse crescimento foi modesto, sendo que em janeiro de 2007 a taxa de desemprego era de 4,5% e em dezembro chegou a 5%. Porém, a partir de maio de 2008 o desemprego só tem aumentado. Em dezembro do mesmo ano a taxa de desemprego chegou a 7,2%, o Relatório de Emprego de dezembro mostrou um corte de 524 mil postos de trabalho no país. Embora todos os setores tenham demonstrado reduções significativas em dezembro, o maior número de vagas perdidas foi no setor de prestação de serviços, com redução de 273 mil postos de trabalho. Com esses números, a perda de emprego em 2008 atingiu o preocupante patamar de 2,6 milhões.<sup>27</sup> Em 2009 no mês de outubro a taxa foi de 10,2%, com a perda de 190 mil vagas de trabalho, no mês de novembro a perda foi de apenas 11 mil, resultando em uma leve recuperação na taxa de desemprego, terminando o ano em 10%. A crise começou a influenciar na atividade econômica do país ainda em 2008, quando no terceiro trimestre o PIB americano teve uma queda de 0,5 p.p. em relação ao mesmo período de 2007, e no quarto

---

<sup>27</sup> Disponível em: <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1478776&path=>. Acesso em 30/09/2009.

trimestre de 2008 a redução chegou a 6,3% em relação ao mesmo período do ano anterior.

No final de 2008, a crise definitivamente havia se espalhado pelo mundo, chegando a países da Europa, ao Japão, a China. Os mesmos problemas dos Estados Unidos também eram encontrados nesses países, tais como: bolha imobiliária, bancos superalavancados, déficit excessivo nas contas correntes e moedas supervalorizadas; levando à redução do crédito. Segundo Roubini e Mihm (2010), na Europa, os bancos faziam empréstimos de alto risco na Romênia, na Hungria, na Ucrânia e nos Países Bálticos. E, ainda, os países europeus tidos como economias emergentes, ficaram ainda mais frágeis, dependendo ainda mais de suas moedas supervalorizadas e do alto déficit em contas correntes para continuar prosperando.

A crise financeira atingiu de forma severa os países da União Europeia (UE). O *Eurostat* (agência de estatística oficial da União Europeia) estima que cerca de 22 milhões de homens e mulheres na Europa estavam sem emprego em Setembro de 2009. Destes, mais de 15 milhões vivem em países da zona euro. Em comparação com Agosto do mesmo ano há mais 286 mil pessoas da UE que ficaram sem emprego. Quando comparado com o mesmo mês de 2008, os dados da *Eurostat* revelam que mais de cinco milhões de pessoas perderem o posto de trabalho. A taxa de desemprego chegou a 9,6% em dezembro de 2009, sendo a mais alta desde março de 1999. No segundo trimestre de 2008, face aos primeiros três meses, o PIB na União Europeia sofreu uma quebra de 0,2%. No geral, os 27 países da UE tiveram uma queda de 0,3% em seu PIB. Em comparação com o mesmo período de 2008, a queda é de 4,8%.

Na Alemanha a taxa de desemprego em janeiro de 2007 era de 9,5%, durante todo o ano teve quedas consecutivas, encerrando o ano com uma taxa de 7,5%. Até que em novembro de 2008, o desemprego torna a crescer no país, chegando a 8,3% no fim do primeiro semestre. Segundo informações da Agência Federal do Trabalho da Alemanha, 3,2 milhões de pessoas estavam desempregados em outubro de 2009 naquele país, um declínio de 26 mil pessoas na passagem do mês. O Produto Interno Bruto alemão a partir do terceiro trimestre de 2008 também sofreu drástica queda por três trimestres consecutivos. Nos meses de julho a setembro houve uma redução de 2,1% em relação ao mesmo período do ano anterior. No quarto trimestre a atividade econômica tornou a cair 8,2% frente a

2007, e queda de 1,7% face ao trimestre anterior. Ainda em 2009, nos três primeiros meses, o PIB recuou em 14,4%, em relação ao ano anterior, e 6,9% frente ao trimestre anterior.

A taxa de desemprego na França terminou o ano de 2007 em 7,5%, em 2008 no mês de outubro, chegou a 8,2% e em 2009 continuou crescendo atingindo 8,8% no primeiro trimestre. Em outubro de 2009 a taxa de desemprego chegou a 10,1%, tendo um crescimento de 1,8 pontos percentuais em três trimestres do ano. De acordo com os dados divulgados pelo Instituto Nacional de Estatística e Estudos Econômicos (INSEE), no início de 2009, na França estavam desempregadas 2.591.000 pessoas<sup>28</sup>. A partir do quarto trimestre de 2008 o PIB francês sofreu reduções consecutivas até o quarto trimestre de 2009. O recuo de 1,1% frente ao terceiro trimestre de 2008 e em relação ao mesmo período de 2007, o declínio chegou a 4,4%. No primeiro trimestre de 2009, o PIB sofreu uma queda de 4,7% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, e face aos três meses anteriores a queda foi de 3,2%.

A economia do Reino Unido também foi atingida, e seguindo os países desenvolvidos, logo no terceiro trimestre de 2008 registrou queda em seu PIB de 2,0% em relação ao ano anterior. No quarto trimestre a queda chegou a 5,9% frente a igual período de 2007, e ante o terceiro trimestre encolheu 2,0%. Com a contração do terceiro trimestre de 2009, o país acumulou seis trimestres seguidos de queda e a mais longa recessão da história. No segundo trimestre, a contração foi de 0,6%. Em relação ao terceiro trimestre de 2008, o PIB recuou 5,2%,. O setor de serviços foi o principal fator por trás da queda do PIB, ao contrair-se em 0,2% sobre o trimestre anterior. A produção industrial declinou 0,7% trimestre a trimestre e totalizou uma queda de 10,4% na comparação anual.<sup>29</sup>.

A taxa de desemprego no Reino Unido, que no fim de 2007 era 5,2%, cresceu 1,1 p.p. durante o ano de 2008, alcançando a marca de 6,3%. No início de 2009, a taxa de desemprego no país era de 6,5%, continuou a crescer e atingiu 7,9% em agosto, o número de desempregados totalizou 2,47 milhões no período, um aumento de 88 mil pessoas em relação aos três meses até maio. Em setembro, o

---

<sup>28</sup> Disponível em: <http://www.oje.pt/noticias/economia/taxa-de-desemprego-sobe-em-franca-para-91>. Acesso em 30/09/2009.

<sup>29</sup> Disponível em: [http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200910230908\\_RTR\\_1256288440nN2381460](http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200910230908_RTR_1256288440nN2381460). Acesso em 01/11/2009.

número de pedidos de auxílio-desemprego no Reino Unido aumentou 20.800 e totalizou 1,63 milhão, o maior nível desde abril de 1997.

De acordo com Roubini e Mihm (2010), a China, o Japão e outros países dependentes das exportações de bens manufaturados viram suas economias desabar quando a recessão piorou nos Estados Unidos; assim como, os exportadores de commodities do Oriente Médio viram sua demanda cair. O crédito, da mesma forma que ocorreu nos Estados Unidos, também foi restringido no mundo todo. Com a retração da economia, fabricantes como a China e exportadores de commodities como a Rússia também foram atingidos pela crise.

A economia do Japão teve sua moeda valorizada e mergulhou na recessão mais rapidamente que os Estados Unidos e a Europa. O país sofreu, no primeiro trimestre de 2009, a maior contração de sua atividade econômica devido à queda acentuada das exportações do país. O Produto Interno Bruto japonês teve uma queda de 0,5% no terceiro trimestre de 2008 comparado com os três meses anterior, em relação ao mesmo período de 2007, a queda foi de 1,8%. No quarto trimestre de 2008, o recuo da atividade econômica chegou a 12,1% frente ao mesmo período do ano anterior. No início de 2009, a contração continua, sendo que no primeiro trimestre o PIB sofre uma queda de 8,8% face aos três meses anteriores, e em comparação com o igual período de 2008, a queda chega a 14,2%. No primeiro trimestre de 2009, as exportações japonesas caíram 26%. Os investimentos em fábricas e equipamentos tiveram uma queda de 10,4% no primeiro trimestre – um sinal de que as empresas reduziram as suas despesas. Os gastos dos consumidores tiveram uma redução de 1,1% durante o mesmo período.

O índice de desemprego no Japão passou a crescer expressivamente a partir de novembro de 2008, com um aumento de 0,5 p.p., ante os 3,9% do mês de outubro. O crescimento não se interrompe até alcançar a taxa de 5,7% em julho de 2009. Segundo a agência EFE, há mais 890 mil desempregados, em relação a Agosto do ano passado, totalizando 3,61 milhões de pessoas. O índice de oferta de empregos manteve-se em agosto em 0,42%, o que significa que há 42 empregos para cada 100 pessoas que buscam trabalho. Este é o número mais baixo da história deste indicador no Japão<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Disponível em: <http://noticias.r7.com/economia/noticias/taxa-de-desemprego-no-japao-cai-para-5-5-em-agosto-20091001.html>. Acesso em 01/11/2009.

Nem mesmo a China consegue escapar dos efeitos negativos da atual crise internacional. De acordo com o escritório de estatísticas do governo de Pequim, o PIB cresceu 6,8% no quarto trimestre de 2008 sobre o ano anterior, marcando forte desaceleração.<sup>31</sup> Em tempos de consumo reduzido, principalmente nas economias em recessão do Hemisfério Norte, as exportações da China foram significativamente afetadas. Tal declínio leva a decorrências trágicas à economia chinesa, dada a forte dependência do país com sua balança comercial.

### 3.3 A REAÇÃO INTERNACIONAL CONTRA A CRISE: AS EXPERIÊNCIAS DAS PRINCIPAIS ECONOMIAS MUNDIAIS

As sucessivas declarações de perdas patrimoniais de grandes bancos nos EUA e na Europa aprofundaram o estado de incerteza nos mercados interbancários. Nessa conjuntura, a incapacidade de estimação dos riscos da contraparte levou ao empocamento de liquidez nesses mercados. A crise, por diferentes canais construídos pelas inovações financeiras, atingiu assim o mercado interbancário em agosto de 2007<sup>32</sup>.

Então, decorre que o descuido do setor financeiro privado levou à formulação de programas de ajuda e pacotes financeiros pelas autoridades governamentais, a fim de remediar os profundos efeitos da crise.

Conforme observou Bresser (2008), é nesse contexto que mais uma vez “fica evidente o absurdo da opção entre mercado e Estado proposta pelo neoliberalismo e neoclássicos” (p. 6-7). Para ele, o Estado é o sistema constitucional-legal e a organização que pode regular e dar garantia para o mercado. Usando de instrumentos keynesianos e pragmáticos, não apenas o governo dos Estados Unidos, mas todos os governos relevantes financeiramente agiram imediatamente em prol da liquidez e solvência de seus mercados e economias como um todo.

---

<sup>31</sup> Disponível em: <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1487327&path=>. Acesso em 30/09/2009.

<sup>32</sup> Cagnin, 2009, p. 270.

Em Paris, num encontro com o presidente da França, Nicolas Sarkozy, Strauss-Kahn declarou que para fazer frente à crise financeira internacional "é preciso atuar rápido e de forma coordenada". O diretor-executivo do FMI afirmou que é preciso reformar a arquitetura do sistema financeiro internacional e que, para isso, será necessária a ajuda de outros países que não os do G-8 (as sete nações mais industrializadas e a Rússia). A experiência do FMI declarou, é que em situações deste tipo "a resposta tem que ser global", por isso a mobilização de Sarkozy, "que quer uma coordenação dos europeus, que quer uma resposta coletiva, que quer evitar que haja uma ausência de solidariedade entre os europeus". "Na Europa é preciso uma coordenação (...). O que conta é que ninguém atue por conta própria, como alguns Estados já fizeram um pouco. Toda ação deve ser decidida de forma coordenada. É preciso indicar ao mercado e à opinião pública que os Governos e a União Europeia tomam as rédeas", acrescentou<sup>33</sup>.

O Federal Reserve (Fed), o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão (BoJ) injetaram rapidamente dinheiro no mercado interbancário com o propósito de estancar a contração da liquidez. Ocorreu ainda a intervenção do Banco Central da Alemanha (Bundesbank) no banco alemão IKB. No final de novembro e início de dezembro de 2007, diversos bancos americanos e europeus anunciaram planos de incorporar nos seus balanços ativos alocados em SIV (*Special Investments Vehicles*). Diante das expectativas de elevadas perdas a serem reveladas pelos balanços bancários, os bancos centrais dos EUA, Inglaterra, Europa, Suíça, Canadá, Japão e Suécia foram forçados a uma intervenção conjunta. Essa deterioração nas expectativas se prolongou durante o mês de janeiro de 2008, com a divulgação de novas perdas e o rebaixamento dos *ratings* das seguradoras *monolines* (tais como, Ambac, MBIA, Assured Guaranty, FSA), especializadas em fornecer garantias às emissões de bônus de Estados e Municípios americanos.

Tão logo houve a ampliação dos acordos de troca de moedas pelo Fed e outros 14 bancos centrais a fim de facilitar o processo de desalavancagem global. E ainda, utilizaram de política fiscal expansionista, seja por meio de uma ampliação dos gastos públicos, seja por meio de aportes do Tesouro americano para as GSE,

---

<sup>33</sup> Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/efe/2008/10/04/ult1767u130157.jhtm>. Acesso em 29/10/2009.

para os contribuintes e para as famílias de baixa renda com dívidas hipotecárias (e outros orçamentos fiscais na área euro, no Japão, no Reino Unido, na China e em inúmeros países emergentes) (Farhi e Cintra, 2009).

À medida que os bancos percebiam suas perdas tinham que buscar empréstimos para pagar suas obrigações, e se enquadrar aos acordos de Basiléia<sup>34</sup>, porém com o pedido de concordata do Lehman Brothers os bancos comerciais tiveram dificuldades em conseguir novos capitais, assim vários bancos centrais de outros países injetaram grandes volumes de capitais no circuito bancário e garantias para emissões de novas dívidas para acalmar o mercado. De acordo com Farhi e Cintra (2009), na área euro, por exemplo, os recursos públicos disponibilizados para tentar restaurar a confiança do sistema financeiro somaram 2 trilhões de euro, o equivalente a 22,5% do PIB regional. Outros países – tais como Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Noruega, Suécia, Reino Unido etc. – efetuaram programas estimados em 898,2 bilhões euros.

Em janeiro de 2008, os Estados Unidos começou a utilizar de estratégias fiscais para salvar sua economia da crise. Conforme Roubini e Mihm (2010), os congressistas aprovaram um pacote de 152 bilhões de dólares de isenção de impostos para indivíduos e empresas. O governo americano investiu mais de US\$ 140 bilhões em bens e serviços, em infraestrutura, e em projetos de energia.

O Federal Reserve injetou US\$ 50 bilhões no mercado para ajudar as instituições financeiras em crise. A seguradora AIG foi estatizada, sendo injetado US\$ 85 bilhões, com o total apoio do departamento do Tesouro, em uma decisão sem precedentes para salvar a maior seguradora do país da quebra. Em março de 2008, a falência do quinto maior banco de investimentos americano, o Bear Stearns, foi evitada pela intervenção e por garantias de US\$ 29 bilhões oferecidos pelo Fed para sua compra com grande desvalorização pelo JP Morgan Chase (US\$ 10 por ação, sendo que um ano antes a cotação havia alcançado US\$ 170).

Diante dos desequilíbrios patrimoniais da Fannie Mae e da Freddie Mac, a administração do então presidente George W. Bush solicitou ao Congresso a aprovação de um pacote de ajuda para essas duas instituições, por meio de empréstimos e compra de ações. No dia 6 de setembro de 2008, o governo assumiu a gestão dessas instituições por meio da intervenção da *Federal Housing*

---

<sup>34</sup> Basiléia é um acordo, criado em 1988 e resivado em 2004, que teve como objetivo criar exigências mínimas de capital, que devem ser respeitadas por bancos comerciais, como precaução contra o risco de crédito.

*Finance Agency* (FHFA), uma agência que regularia as GSE, juntamente com o Tesouro Americano e o Fed, essa agência teria como objetivo restabelecer a saúde financeira das instituições para-estatais e normalizar as operações de securitização de hipotecas. A injeção de capital do Tesouro foi realizada através do *Senior Preferred Stock Purchase Agreement*, num total de US\$ 100 bilhões em cada uma das GSE em troca de ações preferenciais.

Os planos de resgate dos EUA atingiram US\$ 7,4 trilhões, incluindo o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), segundo estimativa da *Bloomberg*. Foi um plano que tinha como objetivo extrair os ativos podres dos bancos e aliená-los, para salvá-los e deixá-los livres para retomarem seus negócios; contava com um pacote de 700 bilhões de dólares, gerido pelo Tesouro. Cerca de US\$ 340 bilhões serviram de auxílio a 700 instituições financeiras distintas, dentre elas empresas de grande porte como o Citigroup, o Bank of America, e o Goldman Sachs. Os fundos do TARP ajudaram, também, as montadoras de automóveis General Motors e seus bancos financeiros: GMAC, Chrysler e Chrysler Financial, num total de 80 bilhões de dólares, sendo desembolsados parte na forma de empréstimos, e parte na forma de aquisição de participação societária nas companhias.

Além disso, para enfrentar a desconfiança em seu sistema bancário, o Tesouro anunciou um Plano de Estabilização Financeira (*Financial Stability Plan*), em março de 2009. O plano previa quatro componentes básicos:

- a) os balanços dos bancos passarão por avaliações cuidadosas (*stress test*) e as instituições que necessitarem de capital terão acesso a um novo programa patrocinado pelo Tesouro (*Financial Stability Trust*);
- b) o Tesouro, o Fed, a FDIC e o setor privado estabelecerão um Fundo de Investimento Público Privado, começando com US\$ 500 bilhões, podendo alcançar US\$ 1 trilhão. Esse fundo será destinado à compra dos ativos tóxicos ("ativos podres");
- c) o Fed disponibilizará US\$ 1 trilhão para estimular a recuperação do crédito ao consumidor;
- d) US\$ 50 bilhões em fundos federais serão direcionados para tentar abrandar a execução de hipotecas residenciais e amortecer o impacto da crise imobiliária.

Além das injeções no mercado financeiro, o Banco Central dos Estados Unidos, a partir de setembro de 2007, passou a reduzir a taxa básica de juros da economia do país. A declaração do *Federal Open Market Committee* (FOMC) em relação à redução da taxa de juros foi a de que o crescimento econômico havia sido moderado durante o primeiro semestre de 2007, a ação de corte pretendia ajudar a evitar alguns dos efeitos adversos sobre a economia que poderiam surgir a partir de rupturas nos mercados financeiros e promover crescimento moderado ao longo do tempo. A taxa de juros que em junho de 2006 era de 5,25% a.a., teve uma redução de 1,0 % p.p. durante de 2007, terminando o ano com a taxa no patamar de 4,25% a.a.. Em 2008, os cortes da taxa básica de juros continuaram, em janeiro a taxa que era de 3,50 % a.a., termina o ano numa taxa que varia entre 0-0,25 % a.a. Segundo o Comitê, de outubro a dezembro de 2008 as condições do mercado de trabalho se deterioraram e os dados disponíveis indicavam que os gastos dos consumidores, o investimento empresarial e a produção industrial declinaram. Os mercados financeiros continuaram bastante tensos e as condições de crédito apertado. O Federal Reserve previu que a economia norte-americana estaria em fracas condições, o que justificaria os níveis excepcionalmente baixos da taxa dos *Federal Funds*.<sup>35</sup>

Segundo Krugman (2009), “a operação de socorro do sistema financeiro”<sup>36</sup> não é suficiente para enfrentar os desdobramentos da crise, o que precisa ser feito é recorrer aos estímulos fiscais, “no velho estilo keynesiano”. Nesse sentido, os EUA tentaram, no início de 2008, criar estímulos fiscais, correspondendo a 1% do PIB, porém esse estímulo foi muito pequeno, e, além disso, parte do pacote que injetaram no mercado volta ao governo na forma de impostos, não se caracterizando como gasto público. Assim, para ele, o governo americano deveria expandir suas despesas com gastos em rodovias, em pontes ou em outras obras de infraestrutura.

Como já mencionado, no momento em que o Lehman Brothers faliu, o pânico entre os investidores e instituições financeiras se espalhou pelos mercados monetários de todo o mundo, gerou-se a redução do crédito no mundo todo, assim, para manter a liquidez do sistema financeiro, países da eupora também interviram em suas economias. Em ações coordenadas, os bancos centrais da Europa, da Inglaterra, da Suíça e da Austrália, injetaram em suas economias imediatamente.

---

<sup>35</sup> Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>. Acesso em 14/10.2010.

<sup>36</sup> Krugman, 2009, p. 197.

O Banco Central Europeu, no dia 15 de setembro de 2008, dispendeu cerca de € 30 bilhões, o que equivale a US\$ 42,6 bilhões. Para amenizar os efeitos da crise global de crédito, o Banco Central Europeu colocou US\$ 101,93 bilhões no mercado financeiro do continente, a uma taxa de juros fixa de 2,11% e com um vencimento a 28 dias<sup>37</sup>. Segundo o banco europeu informou, o leilão teve a participação de 91 bancos comerciais da zona do euro, que pediram a quantia que o BCE concedeu. Para facilitar um amplo acesso à liquidez e aos fundos, o Banco da Inglaterra, o BCE e o Banco Nacional Suíço (BNS) realizaram leilões de fundos em dólares com concessão plena e vencimento a sete, 28 e 84 dias. Além disso, com o mesmo objetivo, o Eurosystema oferecerá liquidez em dólares aos bancos em troca de euros. A redução da taxa de juros dos países da zona do euro teve início em setembro de 2008, na ocasião o BCE reduziu a taxa de juros em 0,50 p.p., ficando em 3,75% a.a., ante aos 4,25% a.a. de 2008 encerra com uma taxa de 3,0 % a.a. Em maio de 2009, a redução continua, e a taxa de juros chega a 1,75% a.a. seu menor nível, desde que o euro foi criado.<sup>38</sup>

De Sydney a Frankfurt, as autoridades monetárias despejaram bilhões de dólares em fundos emergenciais para tentar evitar o fechamento dos mercados de crédito, mas mesmo assim o movimento não conseguiu impedir o aumento do custo dos empréstimos interbancários. A *Bundestag* (Câmara dos Deputados da Alemanha) aprovou por um procedimento de urgência, o pacote de resgate de US\$ 670 bilhões, dentre os quais cerca de € 80 bilhões se destinou a recapitalização, e cerca de € 400 bilhões em garantias para empréstimos, preparado pelo governo para ajudar os bancos do país contra a crise financeira que sacode as Bolsas internacionais<sup>39</sup>. O plano de resgate tem como objetivo incentivar os créditos interbancários e a compra de pacotes de ações dos bancos privados por um total de US\$ 107 bilhões para reforçar o capital das instituições.

O governo francês teve um plano de resgate para o setor bancário no valor total de 360 bilhões de euros (cerca de US\$ 485 bilhões) para evitar a falência de instituições financeiras e restaurar a estabilidade nos mercados<sup>40</sup>. Desse total, um pacote de € 320 bilhões se destinaram para garantias governamentais de depósitos

---

<sup>37</sup> Disponível em: [http://br.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200810211133\\_EFE\\_77562485](http://br.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200810211133_EFE_77562485). Acesso em 02/11/2009.

<sup>38</sup> Disponível em: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>. Acesso em 29/10/2010.

<sup>39</sup> Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u457224.shtml>. Acesso em 02/11/2009.

<sup>40</sup> Disponível em: [http://www.estadao.com.br/economia/not\\_economia259026.0.htm](http://www.estadao.com.br/economia/not_economia259026.0.htm). Acesso em 02/11/2009.

interbancários, e € 40 bilhões utilizados na compra de ativos no sistema bancário. "O engajamento do governo francês está à altura do problema enfrentado", declarou o presidente francês, Nicolas Sarkozy. "É preciso restabelecer a confiança rapidamente." <sup>41</sup>

O governo britânico anunciou detalhes de um pacote no valor de até 500 bilhões de libras esterlinas (o equivalente a cerca de US\$ 880 bilhões)<sup>42</sup>. Inicialmente cerca de £ 25 bilhões foi empregado nos oito dos maiores bancos da Inglaterra: Royal Bank of Scotland (RBS), Barclays, HBOS, Lloyds, Abbey, Nationwide Building Society, Standard Chartered e HSBC; em troca dos recursos adicionais, o governo recebe ações preferenciais dessas instituições. Como parte do pacote, mais 200 bilhões de libras esterlinas (o equivalente a cerca de US\$ 350 bilhões) foi disponibilizados pelo Banco Central da Inglaterra para empréstimos de curto-prazo. Estabelecido, também, uma companhia especial para fornecer até 250 bilhões de libras (o equivalente a cerca de US\$ 437 bilhões) em garantias de empréstimo para bancos para refinarciar dívidas que estariam vencendo, e £ 200 bilhões para ampliar o Esquema especial de Liquidez (Special Liquidity Scheme – SLS), que viabilizou a troca de papéis lastreados em hipotecas por papéis do Tesouro. O Banco Central Inglês (BoE) também reduziu sua taxa básica de juros, conhecida como *repo rate*, em outubro de 2008 o corte foi de 0,50 p.p., a taxa que era de 5,0 % a.a., passou para 4,5% a.a., em novembro do mesmo ano teve nova redução, de 1,5 p.p. chegando 3,0% a.a., e em dezembro a redução continua, terminando o ano de 2008 com uma taxa de 2,0% a.a., esta já seria o menor nível da *repo rate*. Em 2009, de acordo com o BoE, a economia ainda não apresentava sinais de recuperação, portanto reduziu novamente a taxa de juros para 1,50% a.a., até que em março do mesmo ano o nível da taxa de juros é de apenas 0,50% a.a., sendo a menor taxa de toda a Europa<sup>43</sup>.

A Duma, Câmara Baixa do Parlamento Russo, aprovou um plano de ajuda de US\$ 86 bilhões, ocupando 1,1% de seu PIB, para os bancos que estão sendo afetados pela crise financeira mundial. O governo vai liberar US\$ 50 bilhões para instituições financeiras que precisem refinarciar suas dívidas externas. O restante

---

<sup>41</sup>Disponível em: [http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081013\\_planofrances\\_df\\_fp.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081013_planofrances_df_fp.shtml)  
Acesso em 02/11/2009.

<sup>42</sup> Disponível em: [http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081008\\_darlingpacotao.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081008_darlingpacotao.shtml).  
Acesso em 02/11/2009.

<sup>43</sup> Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions.htm>. Acesso em 29/10/2010.

ficará disponível na forma de empréstimos para os bancos. O pacote tem como objetivo restaurar a confiança no setor financeiro russo e impulsionar o valor das ações, que caíram dramaticamente nas três últimas semanas de setembro/2008. Os negócios nas bolsas de valores russas ficaram suspensos depois que o *Índice Micex* caiu mais de 10%.<sup>44</sup>.

O Banco do Japão colocou no sistema bancário sua maior injeção de capital em quase seis meses – 1,5 trilhão de ienes (US\$ 14,2 bilhões). Em outubro de 2008, anunciou um pacote de ¥ 27 trilhões de estímulo a economia que abrangia redução do imposto de renda; isenção de impostos sobre ganho de capital e dividendos; auxílio a pequenas empresas; e recursos para recapitalização de bancos<sup>45</sup>. Em 31 de outubro de 2008, o BoJ reduziu a meta do banco para a taxa overnight sem garantia de cerca de 0,5% a.a., para cerca de 0,3% a.a.. Em dezembro do mesmo ano novo corte foi realizado deixando a taxa de juros em 0,1% a.a.<sup>46</sup>.

O governo chinês, em novembro de 2008, criou um pacote fiscal de estímulo à demanda doméstica, da ordem de US\$ 586 bilhões, destinados a investimentos nos setores de bem-estar social e infraestrutura, bem como financiamentos de empresas de pequeno e médio porte. Para o governo, a reforma, junto com outras pendentes nos sistemas de educação e segurança social, contribuiria para reduzir as iniciativas de poupança preventiva dos consumidores chineses e ajudaria a reequilibrar a economia<sup>47</sup>. Parte desse recurso também foi destinada à Sichuan, uma região muito atingida por terremotos.

Visando estimular o crescimento econômico, a China reduziu o montante de requisitos necessários para a tomada de empréstimos bancários pelos consumidores, tolerando um possível aumento da inadimplência no decorrer do ano de 2009. Ainda no início de 2009, a China anunciou um pacote de estímulo específico aos setores siderúrgico e automotivo do país, com um plano de consolidação as principais siderurgias do país puderam realizar fusões e aquisições, a fim de fortalecer as produtoras de aço<sup>48</sup>.

---

<sup>44</sup> Disponível em: [http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081010\\_russia\\_pacote\\_fp.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081010_russia_pacote_fp.shtml). Acesso em 29/10/2009.

<sup>45</sup> Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/reuters/2008/09/16/ult29u63276.jhtm>. Acesso em 02/11/2009.

<sup>46</sup> Disponível em: <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/giji/g081031.pdf>. acesso em 29/10/2010.

<sup>47</sup> Disponível em: <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1503292&path=>. Acesso em 01/11/2009.

<sup>48</sup> Disponível em: <http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1506859&path=>. Acesso em 01/11/2009.

Os dez países da Associação de Nações do Sudeste Asiático (Asean), junto com a China, Coreia do Sul e Japão, anunciaram a criação de um fundo de emergência avaliado em US\$ 120 bilhões para enfrentar a crise. O fundo servirá para ajudar as nações cujos sistemas financeiros enfrentem problemas mais graves. Os países da Asean fornecerão 20% da quantia total, enquanto a Coreia do Sul colaborará com 16%. China e Japão fornecerão 32% (aproximadamente US\$ 38,4 bilhões) cada um.

Os Bancos Centrais em Hong Kong, Coréia do Sul, Taiwan e Nova Zelândia ofereceram suporte verbal para os mercados. O mesmo aconteceu em Paris, Berlim e Roma, onde os bancos centrais divulgaram comunicados afirmando que as instituições financeiras em seus países devem sofrer impacto limitado por conta dos eventos nos Estados Unidos.

O Fundo Monetário Internacional afirmou em um relatório semestral que os países do G-20 (grupo das 20 maiores economias do mundo) apresentarão um déficit fiscal médio equivalente a 7,9% de seu Produto Interno Bruto em 2009. Em 2010, esse déficit deve recuar para 6,9% do PIB. O órgão também estima que a dívida contraída pelas economias avançadas do G-20 será equivalente a 118% do PIB em 2014. Além disso, se as dívidas destes países permanecerem nos níveis pós-crise, as taxas de juro podem crescer até dois pontos percentuais em comparação ao patamar atual, de acordo com o FMI. "Muitas economias avançadas entraram na crise com posições fiscais estruturalmente fracas que se deterioraram ainda mais posteriormente, não apenas pelas medidas contra a crise, mas também por pressões de gastos subjacentes", segundo o relatório<sup>49</sup>.

A partir do segundo semestre de 2009, já se podia observar que em alguns países as intervenções estatais tiveram resultado. Dentre as notícias divulgadas em todo o mundo, muitas se voltavam para as recuperações das atividades produtivas em países europeus, e a asiáticos.

Dados divulgados pelo departamento de comércio dos EUA apontaram que a economia norte-americana cresceu a uma taxa anual de 3,5% no terceiro trimestre de 2009, após quatro trimestres consecutivos de contração, e no quarto trimestre do mesmo ano, a economia norte-americana avançou 5,7%. De acordo com o *Bureau of Economic Analysis* (BEA), as principais contribuições positivas para o avanço

---

<sup>49</sup> Disponível em: <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,fmi-ve-deficit-medio-do-g-20-em-79-do-pib-em-2009,460478,0.htm>. Acesso em 01/11/2009.

foram, em ordem decrescente, o consumo das famílias, os investimentos em estoques e o investimento em construção civil. Um dos principais incentivadores do crescimento do consumo no período foi o programa governamental "*cash for clunkers*", que visava aquecer o setor automobilístico dos EUA. Segundo o BEA, se fossem excluídos os efeitos das vendas de carros durante o terceiro trimestre, o PIB teria avançado 1,9%. Outro destaque do período, o desempenho do setor imobiliário também foi alvo de políticas públicas. Este foi o primeiro trimestre desde 2005 que o segmento apresentou avanços, porém, o mercado ainda não foi capaz de avaliar quanto deste crescimento se deve aos esforços de Washington.

As economias da Alemanha e da França saíram da recessão no segundo trimestre e a da zona do euro provavelmente seguiu seu exemplo no terceiro, segundo a Comissão Europeia. O crescimento do desemprego deverá ser um obstáculo para a recuperação, inclusive a da Alemanha, aonde o governo vem oferecendo subsídios temporários para a manutenção dos postos de trabalho.

A economia alemã teve o crescimento de 0,3 por cento do seu Produto Interno Bruto no segundo trimestre de 2009, em comparação com o trimestre anterior, anunciou o Gabinete de Estatística alemão. O resultado positivo da economia alemã foi motivado pelo aumento do consumo público e privado, juntamente com o volume de investimentos no setor da construção e pelo superávit exportador.

A economia francesa voltou a crescer no terceiro trimestre de 2009, registrando um aumento de 0,3%, segundo dados do Banco de França. De outubro a dezembro de 2009, o PIB francês reportou alta de 0,6%. Com a subida verificada entre Julho e Setembro, a segunda maior economia da Zona Euro registra um crescimento do PIB pelo segundo trimestre consecutivo, confirmando, deste modo o fim da recessão. O clima de negócios na indústria aumentou em setembro para 92 pontos, contra os 89 de do mês anterior. A mesma melhoria se verificou no setor dos serviços, com uma subida de 82 pontos para 84 entre Agosto e Setembro.

A economia do Reino Unido voltou a crescer no segundo trimestre de 2009, colocando fim em sua pior recessão desde a Segunda Guerra, o PIB avançou 0,9 por cento entre abril e junho, a taxa anual do PIB no segundo trimestre apontou crescimento de 3,7 por cento sobre o primeiro. No decorrer do quarto trimestre de 2009, o PIB do país cresceu 0,1% face ao trimestre anterior.

A economia chinesa cresceu como se esperava no último trimestre graças a um potente pacote de investimento e crédito bancário que superou a queda nas exportações. O crescimento anual do Produto Interno Bruto na terceira maior economia do mundo foi de 8,9% no terceiro trimestre de 2009. No período de abril a junho do mesmo ano, o crescimento foi de 7,9% e de 6,1% nos primeiros três meses do ano, quando a crise global era mais forte. As vagas de emprego criadas nas áreas urbanas da China aumentaram e atingiu 8,51 milhões no acumulado do ano até setembro.

O Produto Interno Bruto do Japão cresceu 1,1% em termos reais no último trimestre de 2009, o desempenho da economia japonesa foi impulsionado pela demanda do mercado externo, em especial de países asiáticos como a China, fator que estimulou a atividade exportadora japonesa. Com o dado, o PIB do Japão fechou 2009 com crescimento anualizado de 4,6%.

#### 4. A ECONOMIA BRASILEIRA FACE À CRISE INTERNACIONAL DE 2007.

A partir da implantação do Plano Real, em 1993, o que se seguiu na história da economia brasileira foi a estabilização dos níveis de preços, porém com taxas de crescimento econômico muito aquém do esperado e propagado. Quando pensávamos que o país teria dois ou três anos de crescimento acima de 5,5%, nos deparamos com uma crise originada em outro país, que mais uma vez afetou nossa economia, assim como havia acontecido em 1995 com a crise do México, em 1998 com a crise da Rússia, em 2001 com a crise Argentina e o ataque às torres gêmeas do World Trade Center.

A crise financeira desencadeada em 2007 atingiu economias avançadas e em desenvolvimento. Chegando ao Brasil ao final de 2008, devido à redução da compra de produtos brasileiros por empresas estrangeiras afetadas, especialmente o aço, e a retirada, em grande volume, do capital estrangeiro. Além disso, outros fatores estão relacionados à crise no país foram: a contração da demanda externa, prejudicando o setor exportador; a contração do crédito externo; a desvalorização do real; e por fim, conseqüentemente, a contração do crédito doméstico.

A crise no Brasil foi relativamente mais branda comparada às outras crises financeiras e comparado às outros países. Apesar de o crescimento econômico ter sido interrompido, não o deixou de existir; a taxa de desemprego aumentou, porém não ultrapassou o patamar de 9%, e a taxa de inflação manteve-se dentro da meta estabelecida pelas autoridades monetárias.

Para impedir que a crise chegasse à tona no Brasil e deteriorasse a economia, o governo interveio, com medidas monetárias e fiscais expansionistas. Conforme observaram Paulino e Pires (2010) de início, o Banco Central (BACEN) aumentou a taxa básica de juros, tão logo a medida adotada é a de redução, sucessivas reduções por parte do BACEN foram adotadas, chegando a atingir 8,75% ao ano, o menor nível da Selic<sup>50</sup>. Além disso, o governo flexibilizou o depósito compulsório dos bancos para irrigar a economia. Ao Ministério da Fazenda, coube

---

<sup>50</sup> Disponível em:

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=getPagina>. Acesso em 29/10/2010.

alavancar o crédito dos bancos públicos e a adotar a desoneração de impostos, além de aumentar seus gastos e diminuir o superávit primário.

#### 4.1 UM PERFIL DA ECONOMIA BRASILEIRA ANTES DA ECLOSÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2007.

A partir da década de 1970, a economia brasileira novamente se depara com um processo inflacionário, com a redemocratização em 1985, houve várias tentativas para controlar a inflação. A começar pelo Plano Cruzado I e II (1986), Plano Bresser introduzido em junho de 1987, seguido pelo Plano Verão em 1989, Plano Collor I (1990) e Plano Collor II (1991). Todos esses planos falharam, pois os gastos do governo eram financiados pelo Banco central, o qual emitia títulos de sua dívida, e para serem aceitos esses títulos, elevava a taxa de juros atraindo investidores para o país, o que só alimentava ainda mais a inflação, a qual chegou a atingir uma taxa anual de 2.500% em 1994.

Em maio de 1993, o então presidente do Brasil, Itamar Franco nomeou o senador Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda, e a partir daí iniciou-se um novo tipo de programa de estabilização. Para não incorrer nos mesmos erros dos planos anteriores, o plano de Cardoso foi adotado gradualmente, não recorrendo a congelamentos de preços, e houve uma preocupação em corrigir os desequilíbrios existentes na economia. O Plano Real foi anunciado no dia 7 de novembro de 1993, baseado nas reformas fiscal e monetária do país.

Segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto (2007), o programa de ataque ao processo inflacionário dividiu-se em três fases: ajuste fiscal, que visava equacionar o desequilíbrio orçamentário para os anos seguintes e impedir que daí decorresse pressões inflacionárias; indexação completa da economia, visando simular os efeitos de uma hiperinflação sem passar por seus efeitos, e corrigir os desequilíbrios e preços relativos existentes; e reforma monetária, a criação de uma nova moeda.

O ajuste fiscal era necessário para a implementação do Plano Real porque estimularia o superávit primário no orçamento e criaria poupança no país, a qual seria destinada ao pagamento dos juros decorrentes do endividamento externo, que sustentava a âncora cambial. Para tanto foi necessário o corte das despesas, com o

lançamento do Plano de Ação Imediata (PAI) que determinou uma redução nos gastos da ordem de US\$ 6 bilhões, em 1993, e um projeto de lei que limitava as despesas com servidores civis em 60% da receita corrente da União, dos Estados e municípios. Ainda para reduzir os gastos do governo, houve a diminuição nas transferências do governo, com a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), o qual seria alimentado por 15% de todos os impostos arrecadados e a União não teria que cumprir as vinculações de despesas determinadas na Constituição de 1988. Com a intenção de gerar superávit primário era necessário o aumento dos impostos, assim reforçou-se a estrutura da Secretaria da Receita Federal com a finalidade de combater a sonegação fiscal, foram aumentadas as alíquotas dos impostos federais em 5%, e criado o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF) com uma alíquota de 0,25% sobre o valor de todos os cheques descontados e demais operações financeiras realizadas eletronicamente por meio do sistema bancário.

A segunda fase correspondia a um novo sistema de indexação. Em fevereiro de 1994, foi criado um novo indexador, a Unidade Real de Valor (URV), cujo valor em cruzeiros reais seria corrigido diariamente pela taxa de inflação medida pelos principais índices de preços, que passaria a funcionar como unidade de conta do sistema. Nessa fase, o valor da URV foi fixado na paridade de um para um com o dólar. Os preços oficiais, salários, contratos e impostos foram convertidos em URV, instituindo-se um sistema bimonetário em que a URV funcionava como unidade de conta, expressando o preço das mercadorias, e as transações eram liquidadas em cruzeiro real, mantendo sua função de meio de troca.

Por fim na terceira fase do Plano Real está a reforma monetária, em 1º de julho de 1994, o governo introduziu a nova moeda – o Real (R\$), cujo valor era igual ao da URV do dia: CR\$ 2.750,00. Assim todos os preços em cruzeiro real foram convertidos em real, dividindo-se pelo valor da URV do dia. Além disso, como desde que foi criada a URV refletia a taxa de câmbio de cruzeiros reais e dólar, a taxa de câmbio passara a ser fixada em real – R\$/US\$=1,00.

Para garantir que a conversão dos preços para a nova moeda não geraria choques inflacionários, ou seja, aumento nos preços, o governo anunciou metas de expansão monetárias restritivas, limitou as operações de crédito e impôs depósito compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro. E ainda,

na tentativa de controlar a demanda e desestimular processos especulativos, o Banco Central manteve as taxas de juros elevadas.

De acordo com Paulino (2010), com a política de juros elevados e a quebra de barreiras para a entrada de capital estrangeiro no mercado financeiro, garantiu a paridade inicialmente definida, e levou a uma sobrevalorização do real, que chegou a ser cotado a R\$ 0,85 por US\$ 1,00, o que contribuiu para a deflação dos preços de bens e serviços associados ao dólar, levando a um choque de expectativas que se revelou nas primeiras semanas de implantação do plano.

Os resultados iniciais do Plano Real foram positivos, a taxa de inflação que era de 40% ao mês no primeiro semestre de 1994, em julho já sofreu queda situando-se em 24,7%, a qual não teve maior declínio devido à opção do governo em não congelar os preços. No mês seguinte, a inflação chegou a 3,3% a.m. com tendência de queda, encerrando o ano de 1994 com uma taxa de inflação de 0,6% a.m. Em 1995, a inflação anual ainda foi de dois dígitos – 14,8%, em 1996 teve forte queda, e a inflação do ano chegou a 9,3%; nos anos seguintes, a inflação continuou caindo para 7,5% em 1997 e 1,7% em 1998 (Gremaud, Vasconcellos e Toneto, 2007, p. 223).

Com a estabilização dos preços, o que ocorreu foi o grande aumento do consumo, levando a um crescimento espetacular do país nos primeiros anos da implantação do Real. O índice de crescimento da economia que na primeira metade de 1994, atingiu a média de 4,3% ao ano, chegou a uma média anual de 5,1% na segunda metade do mesmo ano; atingiu 7,3% em março de 1995, 7,8% em junho e 6,5% em setembro do mesmo ano. A taxa de investimento que havia sido baixa por mais de uma década recuperou-se, chegando a 16,3% do PIB durante o ano de 1994, e em 1995 atingiu 16,7% (Baer e Amann, 2002, p. 223).

Porém, “a estabilidade obtida com o Plano Real não foi sem custos para o país”<sup>51</sup>. Mesmo com a estabilização da inflação, uma série de desequilíbrios foi se formando na economia ao longo do primeiro mandato de FHC, destacando-se déficit fiscal interno e externo. Assim nas palavras de Paulino:

No plano financeiro, esse custo está associado ao endividamento externo e interno, em virtude da política de atração de capitais externos para ancorar a moeda nacional e do pagamento de juros dele decorrente. No plano

---

<sup>51</sup> Paulino, A. L., O Plano Real e os dois governos de Fernando Henrique Cardoso (1195-1998/1999-2002), in Economia Brasileira da Colônia ao Governo Lula, 2010, p.284)

econômico, está associado: às baixas taxas de crescimento da economia, provocadas pelos juros elevados, que inibiram os investimentos produtivos; à perda de competitividade da produção nacional e ao acúmulo de déficits externos devido à valorização da moeda nacional perante o dólar, provocada pelo afluxo de capitais atraídos pelos juros elevados; à concentração da renda nacional, em função de um lado, do desemprego gerado pelo baixo crescimento econômico e, de outro, pela acumulação de riqueza financeira por parte dos detentores dos títulos da dívida pública (Paulino, 2010, p. 284).

Nos anos seguintes da implantação do Plano Real, a principal política econômica adotada para manter a estabilidade de preços foi uma elevada taxa de câmbio, a qual dependia de uma abertura cada vez maior da economia brasileira. As taxas de juros foram mantidas em níveis elevados<sup>52</sup> com a finalidade de atrair capital estrangeiro em grandes volumes para sustentar a estabilidade da moeda e para reduzir o grande déficit do setor público. Ao mesmo passo que as elevadas taxas de câmbio controlavam a inflação, também provocavam a deterioração da balança comercial. Com a valorização cambial reduziu-se a competitividade dos produtos da pauta exportadora brasileira no mercado internacional, com a conseqüente queda da receita, o que ocorreu concomitantemente ao aumento das importações.

Em 1997, com a crise da Ásia, seguida pela crise da Rússia em 1998, o Brasil vê-se na perda de sua reserva cambial, apavorados com a possibilidade de a crise se estender para outras economias dependentes, os capitais especulativos foram sacados em grandes quantidades, deixando os fluxos de investimentos líquidos com resultado negativo, a reserva cambial brasileira era de US\$ 75 bilhões em agosto de 1998 e declinou para menos de US\$ 35 bilhões em janeiro de 1999. A âncora cambial do real baseava-se no grande volume de capital estrangeiro, para tentar manter a entrada desse capital, o governo elevou a taxa básica de juros, para níveis próximos de 50% ao ano em termos reais em setembro de 1998, criou novas facilidades tributárias para o capital estrangeiro e editou um paco fiscal de corte de gastos e elevação de impostos e ainda precisou do auxílio do Fundo Monetário Internacional, tomando empréstimos e créditos no montante de 41,5 bilhões de dólares. Apesar dessas medidas adotadas, surgiu a descrença de manter a taxa de câmbio.

---

<sup>52</sup> A taxa básica de juros (Selic), em termos reais, aproximou-se de 30% a.a., nos anos de 1995 e de 1998, ficando acima de 16% a.a., durante toda a implementação do Plano. No quadriênio de 1995 a 1998, a sua média foi superior a 22% a.a. (Modenesi, A. M, e Modenesi, R. L, Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-2008): uma agenda de pesquisa, 2010, p. 4).

Segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto (2007), no final de dezembro de 1998 e início de 1999, a fuga de capitais voltou a se acelerar, as perdas de reservas superavam US\$ 1 bilhão por dia. Como o acordo com o FMI impunha um limite mínimo de reservas que o país poderia atingir, o qual era de US\$ 20 bilhões; e, ainda nas primeiras semanas de 1999, alguns dos principais governadores de oposição recém-eleitos, como os dos Estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, rebelaram-se e promoveram a moratória dos pagamentos dos serviços da dívida dos estados. Esse fato sinalizou maiores dificuldades para a União em relação ao ajuste fiscal, o que resultou na dificuldade de interromper a saída de capital do país.

Em meados de janeiro de 1999, ficou claro que mesmo com taxas de juros elevadas não se poderia impedir a fuga de capitais estrangeiros, o Banco Central chegou a vender US\$ 3 bilhões na tentativa de sustentar a cotação do real; além disso, a perda de reservas estava gerando recessão econômica. Com isso, Armínio Franga, o novo presidente do BACEN, no dia 13 de janeiro de 1999, abandonou o sistema de bandas e adotou o sistema de câmbio flutuante.

Com o novo sistema de câmbio flutuante, o impacto imediato foi uma desvalorização do câmbio nominal de 8,26%, nos primeiros meses a desvalorização foi de 70%, chegando a superar os R\$ 2,00 em fevereiro de 1999, pondo fim à âncora cambial. Na inflação, o impacto da desvalorização cambial foi relativamente brando. A inflação sofreu uma elevação significativa em fevereiro de 1999 (passando de 1,1% em janeiro para 4,4% em fevereiro, um aumento de 3,3 pontos percentuais), mas bem abaixo da taxa de variação cambial. A partir de março, já se observou queda na taxa de inflação, em maio houve deflação de 0,3%, e a taxa de inflação anual de 1999 ficou em torno de 8,4%.

Com a adoção do sistema de câmbio flutuante e a perda da âncora cambial, no segundo semestre de 1999, o Banco Central migrou para o sistema de metas de inflação como regra para a política monetária. No novo sistema, o Conselho Monetário Nacional estipula a meta de inflação e o Banco Central tem a função de cumpri-la, sendo o principal instrumento utilizado a taxa de juros, que por meio de seus impactos sobre a demanda influencia na inflação. A taxa de inflação passou a ser medida especificamente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

(IPCA)<sup>53</sup> do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), assim quando o índice de preços situa-se acima da meta estabelecida, o Comitê de Política Monetária (Copom) eleva a taxa de juros, quando está abaixo da meta, o Copom reduz a taxa básica de juros – Selic.

No momento em que as autoridades monetárias adotaram o sistema de metas de inflação, estipularam as metas para os três anos seguintes – 1999, 2000, 2001 – em 8%, 6% e 4%, respectivamente, com um intervalo de tolerância para mais ou para menos de 2 pontos percentuais em cada ano. Em termos de horizonte, ficou estabelecido que em todo mês de junho de cada ano  $t$ , mantidas as metas para os anos  $t$  e  $(t+1)$ , o governo anunciaria a meta para o ano  $(t+2)$  (Gremaud, Vasconcellos e Toneto, 2007, p. 477).

O segundo mandato de FHC (1999-2002) apresentou baixas taxas de crescimento econômico, com uma média de 2,1% ao ano no período. Em 1999, o PIB brasileiro apresentou um crescimento de 0,79%, devido à proteção concebida pelo governo ao setor privado, e devido à substituição de importações em alguns seguimentos. No ano de 2000 o país apresentou um crescimento econômico de 4,36%, esse crescimento se deve ao elevado aumento das exportações, impulsionado pela desvalorização do real perante o dólar; os investimentos produtivos cresceram devido à redução da Selic, e o consumo interno acompanhou o aumento da demanda. Em 2001, houve a crise na Argentina e o ataque terrorista aos Estados Unidos, gerando choque externo para o país, com pressões cambiais. Outro problema foi à chamada crise energética, que por fatores climáticos e por falta de investimentos na expansão da capacidade produtiva e de transmissão, obrigou o país a se retrair no consumo e nos investimentos. Por esses fatores, o crescimento econômico brasileiro em 2001 foi de apenas 1,3%, tendo uma queda de mais de 3 pontos percentuais em relação ao ano anterior. Em 2002, último ano de mandato do presidente Fernando Henrique, a economia do país encontrou pressões inflacionárias, aumento do nível de desemprego, crescimento da dívida pública e queda do crescimento econômico, o qual se situou em 1,93% no ano.

---

<sup>53</sup> O Sistema Nacional de Preços ao Consumidor - SNIPC efetua a produção contínua e sistemática de índices de preços ao consumidor, tendo como unidades de coleta estabelecimentos comerciais e de prestação de serviços, concessionária de serviços públicos e domicílios (para levantamento de aluguel e condomínio). O período de coleta do IPCA estende-se, em geral, do dia 01 a 30 do mês de referência. A população-objetivo do IPCA abrange as famílias com rendimentos mensais compreendidos entre 1 (hum) e 40 (quarenta) salários-mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos, e residentes nas áreas urbanas das regiões. Disponível em: [http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca/defaultinpc.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm). Acesso em 03/11/2010.

Luiz Inácio Lula da Silva disputou três eleições à presidência: em 1989, 1994 e 1998, com apenas 30% dos votos perdeu todas as tentativas anteriores, até que em 2002 elegeu-se no segundo turno com aproximadamente 68% dos votos válidos. No período de campanha política, Lula e seus cooperadores, dentre o mais importante Antonio Palocci, mudaram seu discurso de ataque frontal ao projeto neoliberal que se implantava no Brasil. Em junho de 2002, lançaram um documento intitulado “Carta ao Povo Brasileiro”, onde transmitia aos eleitores a ideia da manutenção da estabilidade, da defesa dos contratos, da preservação do ajuste fiscal e da garantia do pagamento das dívidas, enfim, a ausência de mudanças significativas em relação ao governo anterior.

Quando Lula assumiu, a situação que encontrou foi um alto nível da taxa de juros, em 26,5% ao ano, dívida pública ficou atingiu a faixa de 60% do PIB, o crescimento econômico, como mencionando anteriormente era pouco mais de 2% a.a., e o superávit primário era insuficiente para estabilizar a dívida e a inflação rodava a 30% ao ano. Assim, as primeiras medidas do governo foi manter a taxa Selic para conter a inflação, e redefiniu sua meta para 8,5% no ano de 2003, e 5,5% em 2004. O superávit primário que no governo anterior era de 3,75% do PIB passou a ter a meta de 4,25% do PIB, com a finalidade do pagamento da dívida pública. Assim, com essas medidas e somadas à valorização do dólar, e à forte contenção da demanda, houve a reversão da aceleração inflacionária no início de 2003, no mês de fevereiro desse ano, o IPCA ficou em torno de 1,57%, uma redução de 0,68% em relação ao mês anterior; e tão logo, em junho presenciamos deflação de 0,15% face ao mês anterior<sup>54</sup>.

De acordo com Gremaud, Vasconcellos e Toneto (2007), com o aumento nos preços das *commodities*, com o crescimento mundial, com a desvalorização do real perante o dólar, e com a desoneração tributária do setor exportador; o país retomou o bom desempenho das exportações, o que contribuiu para diminuir o impacto recessivo das políticas adotadas e para estimular o crescimento no momento posterior. As exportações se elevaram fortemente, aproximaram-se a US\$ 100 bilhões em 2004, e em 2006 atingiram US\$ 137 bilhões; no período do primeiro mandato de Lula (2003-2006) o crescimento acumulado das exportações foi superior a 130%. Foi assim, que a partir de 2003 o Brasil não só teve superávit na balança

---

<sup>54</sup>Fonte: IBGE/SNIPC. Disponível em: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Acesso em 03/11/2010.

comercial, como também reverteu o saldo negativo em transações correntes para superávits, contribuindo para reduzir a dívida líquida do setor público em relação ao PIB, a partir de 2004 com tendência à queda. Ao final de 2007, o volume da dívida pública situou-se em torno de 42% do PIB. E, ainda, os saldos positivos em transações corrente, associados à entrada de capitais pelas elevadas taxas reais de juros, possibilitaram a retomada do acúmulo de reservas internacionais, que em 2002 eram de US\$ 37,8 bilhões, passando para US\$ 181,7 bilhões em 2007.

O crescimento econômico no primeiro mandato do governo de Lula obteve uma taxa média de 3,4% ao ano, portanto, superior à média de 2,1% ao ano do governo de FHC, porém comparado ao crescimento mundial e em especial dos países em desenvolvimento o Brasil fica bem abaixo da média, a qual foi de 3,5% e 6,4% ao ano, respectivamente. A taxa de desemprego que em 2002 teve expressivo aumento, a partir de 2004 apresenta redução, de 9% para 7,8% em 2007. Em relação à inflação, as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) dentro do intervalo de tolerância, foram atingidas, sendo que em 2006 a taxa de inflação ficou abaixo da meta, o IPCA foi de 3,14%.

Em relação aos investimentos, no governo de Lula, o avanço se deu na administração pública e nas empresas estatais, como é o exemplo do amplo investimento da Petrobrás. No segundo mandato, em busca do desenvolvimento sustentável do Brasil, foi criado o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) com investimentos em infraestrutura logística, energética, social e urbana, tem o objetivo de estimular o aumento da produtividade e a diminuição das desigualdades regionais e sociais.

Além das políticas econômicas adotadas, universidades públicas foram fortalecidas e dezenas de novas universidades federais têm sido abertas, além da criação do Programa Universidade para Todos (Prouni), em janeiro de 2005, que tem como finalidade a concessão de bolsas de estudo integrais e parciais em cursos de graduação e sequenciais de formação específica, em instituições privadas de educação superior. Na área social, criou o Fome Zero, que tem por objetivo assegurar o direito humano à alimentação adequada às pessoas com dificuldades de acesso aos alimentos; e deu continuidade ao programa de distribuição de renda, o Bolsa Família, através dele o governo concede mensalmente benefícios em dinheiro para famílias mais necessitadas, com renda per capita de até R\$ 140 por mês.

Nesse sentido, com a forte expansão das transferências às pessoas por meio dos programas assistenciais e uma forte expansão do crédito para pessoa física, houve a expansão do consumo das famílias nos últimos anos. Para melhorar o sistema de crédito do país, o governo adotou medidas voltadas ao microcrédito e incentivo às cooperativas de crédito; e medidas para a redução de risco, com o crédito consignado. Assim, o governo deu base para o aumento da demanda interna no país.

Em 2007, de acordo com o Banco Central, o crescimento do PIB brasileiro foi de 5,4%, favorecendo o contínuo nível de atividade econômica em 2008, o qual registrou alta de 5,1%, mesmo com a interrupção pela crise internacional de setembro, que afetou tanto mercados desenvolvidos quanto em desenvolvimento.

#### 4.2 OS CANAIS DE CONTÁGIO DA ECONOMIA BRASILEIRA PELA INTERNACIONALIZAÇÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2007.

A crise financeira iniciada em meados de 2007 no centro do sistema, os Estados Unidos, em seu mercado de hipotecas *subprime*, também atingiu economias emergentes, especificamente após a falência do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008. Por mais que essas economias não tinham ligação nenhuma com os títulos de hipotecas norte-americanos, seus bancos e empresas, principalmente a indústria, tiveram grande impacto. Conforme obsevou Prates (2010), vários analistas formularam a hipótese do “descolamento”, segundo a qual os países emergentes asiáticos e latino-americanos, com situação externa e fiscal favorável, elevadas reservas cambiais e inflação sob controle, seriam capazes de sustentar seu dinamismo econômico após a eclosão da crise<sup>55</sup>.

Para Prates (2010), o efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão, envolvendo seja a conta corrente seja a conta financeira. A conta corrente desses países se deteriorou devido à queda dos preços das commodities e da demanda mundial, e devido ao aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos. A conta financeira obteve menor

---

<sup>55</sup> PRATES, D. M. O efeito-contágio da crise global sobre os países emergentes *in* Dossiê da Crise II, 2010, p. 53. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/novidades.asp?id=12>. Acesso em 16/08/2010.

ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários.

No Brasil, esta situação não foi diferente. Pires e Paulino (2010) relacionaram seis fatores que foram aceleradores da crise no país, são eles: 1) contração da demanda externa, particularmente das exportações de maior valor agregado; 2) contração do crédito externo, fosse para o financiamento de exportações, fosse para o capital investido em títulos e ações; 3) a forte desvalorização do real contra o dólar e as possíveis pressões inflacionárias decorrentes dessa situação; 4) impacto decorrente da contração do mercado externo sobre os empregos do setor exportador; 5) contração do crédito doméstico, tanto para giro das empresas como aquele destinado ao consumo das famílias, principalmente de automóveis, eletroeletrônicos e linha branca; e 6) erosão da confiança dos agentes econômicos locais, fosse pelo adiantamento de investimentos e/ou pelo adiantamento do consumo (Pires e Paulino, 2010, p. 364).

Segundo Paula (2008), desde a década de 1990, o país tem se aprofundado na liberalização financeira, tanto para residentes quanto para não residentes. O que possibilitou dois canais de contágio da crise financeira: por parte dos bancos e grandes empresas residentes no país com a dificuldade da obtenção de financiamento no mercado internacional, seja sob a forma de empréstimos ou emissão de títulos; e por parte dos investidores externos, por sua vez, as perdas em outros mercados os fazem vender suas posições no mercado de ações e títulos, seja para recompor parcialmente suas perdas, seja por conta de um efeito “manada” dos investidores<sup>56</sup>.

Com a abertura financeira, surgiram os investimentos estrangeiros diretos no país, e foi possível realizar as privatizações, transferindo o planejamento da economia para a iniciativa privada. Assim, as grandes empresas brasileiras passaram a captar recursos diretamente no mercado internacional de capitais. Segundo dados do Boletim do Banco Central, desde 2004 há um acentuado crescimento de investimentos diretos no país, em 2004 o total de ingresso do capital estrangeiro ultrapassou a US\$ 27 bilhões, em 2008 esse montante foi cerca de US\$ 85,5 bilhões.

---

<sup>56</sup> PAULA, L. F. Preferência pela Liquidez e a Natureza da “crise” brasileira in Dossiê da Crise, 2008, p. 64. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>. Acesso em 09/05/2010.

Com a eclosão da crise, os investidores que aplicavam seu capital em todo o mundo começaram a captar seus recursos, ou para pagar seus compromissos; ou para reduzir seus prejuízos com as compras de ações das empresas de construção civil americana que praticamente faliram, por exemplo; ou ainda, devido às desconfianças de até onde a crise afetaria. Assim, houve uma repentina fuga de capital início da crise, partindo de um patamar de 207 bilhões de dólares, em setembro de 2008, para 199 bilhões de dólares em fevereiro de 2009. Com poucos dólares no mercado e muita gente procurando, aumentou o seu valor. O real se desvalorizou perante o dólar em mais de 30% em pouco mais de quarenta dias, no final de agosto de 2008 o dólar ainda era cotado em torno de R\$ 1,60, no dia 18/10/2008 fechou o dia em torno de R\$ 2,30. No pior momento da crise, em fevereiro de 2009, o dólar atingiu em média mensal, em R\$ 2,37.

Diversas empresas do setor produtivo, principalmente as empresas exportadoras, amargaram prejuízos bastante significativos com a desvalorização do real. Isso porque, essas empresas realizaram excessivamente operações de *forward target*, em que elas apostaram na continuidade da apreciação do câmbio realizando uma operação derivativa com os bancos no mercado futuro, dando aos bancos a opção de compra de dólar a descoberto. Os bancos fizeram a cumprir sua opção de compra, e com a desvalorização cambial, as empresas tiveram perdas estimadas superiores a US\$ 50 bilhões, sendo as principais afetadas as grandes empresas exportadoras de commodities, como a Aracruz, Sadia e Votorantim.

Para Paula (2008), no caso do setor bancário, os efeitos da crise financeira se fizeram sentir inicialmente pelas dificuldades de fundos no mercado financeiro internacional, somada à deterioração das expectativas e as dificuldades financeiras de grandes empresas exportadoras brasileiras, dando início a uma crise de liquidez no setor bancário brasileiro, resultando em uma situação de “empoçamento de liquidez”, onde os bancos reduziram de forma significativa o crédito, principalmente o crédito ao financiamento do capital das empresas.

Ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, no Brasil, ocorreu uma crise de empoçamento de liquidez, onde o banco é solvente, e não emprestam por receio de que esses empréstimos possam não ser pagos. Esse receio gera a contração do crédito, a contração do crédito, por sua vez, gera uma queda do nível de produção e de emprego, a queda do nível de produção e de emprego, por conseguinte, gera um

aumento na inadimplência dos empréstimos bancários, retomando assim ao temor inicial e dando origem a uma nova rodada de redução de crédito.

É importante considerar que nem todos os setores foram afetados de maneira similar pela crise. De um lado, o pessimismo fez que se contraíssem os investimentos e o consumo dos bens de maior valor agregado. Por sua vez, setores exportadores sentiram impacto da crise pela contração dos mercados consumidores para *commodities* agrícolas e minerais, automóveis e aviões. Os setores mais vinculados com a demanda doméstica, principalmente a construção civil, não sentiram fortemente os efeitos da crise (Pires e Paulino, 2010, p. 368).

Os efeitos da crise sobre a indústria brasileira se materializaram, principalmente, pelas vias comercial e creditícia. A via do crédito, tipificada pelo colapso temporário da oferta nos mercados de crédito nacional e internacional, afetou, em especial, a disponibilidade de capitais para investimento e aquisição de bens de maior valor unitário, movimento que, em cenário de deterioração das expectativas de empresários e consumidores, afetou negativamente os setores industriais produtores de bens de capital e de bens de consumo duráveis. A via comercial, evidenciando a acentuada contração da demanda externa, embora impactasse, em especial, os setores produtores de bens intermediários direcionados ao mercado externo, exerceu efeitos negativos sobre as indústrias de bens de capital, com ênfase no recuo das produções de aviões e caminhões, e de bens de consumo duráveis, em especial no segmento de automóveis<sup>57</sup>.

O impacto da crise no Brasil pode ser percebido pela evolução da atividade econômica em 2008 e em 2009. Nos três primeiros trimestres de 2008, a economia brasileira cresce a níveis elevados, impulsionado pela forte expansão do consumo e do investimento privado, registrando uma alta de 1,6%, 1,7% e 1,6% respectivamente, frente aos trimestres anteriores. A partir de outubro do mesmo ano, onde o PIB sofreu uma queda de 3,6%, influenciado, em especial, pela redução de 7,4% na indústria, que procedeu a ajustes importantes como resposta à restrição ao crédito provocada pela crise financeira internacional, à deterioração do sentimento do empresário, à redução da demanda externa e à adequação do nível de estoques. A produção agropecuária recuou 0,5% no trimestre e a relativa ao setor de serviços, 0,4%. Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias registrou recuo de 2% no

---

<sup>57</sup> Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório Anual 2009, volume 45, 2009, p. 24. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap1p.pdf>. Acesso em 05/11/2010.

trimestre. Adicionalmente, a contribuição negativa do setor externo traduziu reduções de 2,9% nas exportações<sup>58</sup>.

A produção industrial registrou taxa de crescimento anual de 3,1% em 2008, segundo o índice de produção física da indústria geral da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE. A taxa de crescimento do índice da produção industrial, após registrar crescimento acumulado de 6,4% até o terceiro trimestre de 2008, em relação a igual período do ano anterior, assinalou redução de 6,2% no último trimestre do ano, face igual período de 2007, e a variação ante o trimestre imediatamente anterior foi de -9,4%.

As duas atividades de maior peso na indústria geral – alimentos e veículos automotores – foram significativamente impactadas pela crise econômica, registrando desaceleração dos crescimentos acumulados respectivos de 1,2% e de 17,5% até o terceiro trimestre, para expansões anuais de 0,5% e 8,2%, respectivamente. O crédito para compra de veículos em maior quantidade simplesmente desapareceu do mercado, obrigando as locadoras de veículos, que são grandes compradores de automóveis no Brasil, a não renovar a frota. A General Motors paralisou suas atividades por seis dias, a Honda deu férias coletivas, e reduziu a produção na sua fábrica de Sumaré. A Peugeot também deu férias coletivas aos seus empregados. Tudo isso baseado na brusca queda de pedidos.

Com a crise, o nível de confiança do consumidor também foi atingido. A Fundação Getúlio Vargas (FGV), responsável pelo índice de Confiança do Consumidor (ICC), o qual é realizado com base na amostra de mais de 2000 domicílios em sete principais capitais brasileiras, sonda as expectativas dos consumidores. O ICC registrou queda de 10% do mês de setembro para o mês de outubro de 2008, momento em que os primeiros indícios da crise nos mercados internacionais começaram a surgir. Nesse sentido, o ICC da FGV, recuou 1,6% no ano, resultado de reduções de 5,2% no Índice de Expectativas (IE) e de elevação de 5,4% no Índice da Situação Atual (ISA).

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o Índice de Volume de Vendas no Comércio Ampliado aumentou 9,9% em 2008, de janeiro a setembro, antes do agravamento do quadro econômico mundial, a taxa de crescimento acumulado do comércio ampliado atingia 13,8%, em relação a igual

---

<sup>58</sup> Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório Anual 2008, volume 44, 2008, p. 20. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008cap1p.pdf>. Acesso em 05/11/2010.

período do ano anterior, ou seja, nos meses de outubro a dezembro de 2008, o comércio teve uma queda de 3,9 pontos percentuais. As vendas nos segmentos automóveis, motocicletas, partes e peças, e materiais de construção, mais dependentes das concessões de crédito, apresentaram taxas de crescimento anuais respectivas de 11,9% e 7,8%, após se expandirem, na ordem, 20,7% e 11,5% nos nove primeiros meses do ano<sup>59</sup>.

De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, a taxa de desemprego média nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 7,9% em 2008, representando recuo de 1,4 p.p. em relação a 2007. Esse movimento resultou, em especial, do crescimento de 3,4% observado na ocupação, equivalendo à criação de 625 mil novos postos de trabalho na área de abrangência da pesquisa, 98% dos quais com a carteira assinada. No mesmo período, o número de empregados sem carteira recuou 0,4%, enquanto o contingente de trabalhadores por conta própria cresceu 0,4%. Desde o abril de 2007, a taxa de desemprego aberto que era de 10,9% teve queda, mês a mês, chegando ao seu menor nível dos últimos dez anos de 7,9% em dezembro de 2008. A partir daí, a taxa de desemprego tornou a aumentar, no momento mais agudo da crise, nos primeiros meses de 2009, o desemprego aberto ultrapassa 10%.

#### 4.3 AS REAÇÕES DO GOVERNO BRASILEIRO CONTRA O CONTÁGIO DA ECONOMIA NACIONAL PELA CRISE: AS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS ANTICÍCLICAS DE INSPIRAÇÃO KEYNESIANAS

Com a eclosão da crise financeira internacional, os impactos foram imediatos no mercado financeiro brasileiro, com repercussões sobre o lado real da economia, havendo significativas quedas nos consumos de bens duráveis e nos investimentos produtivos.

Para atenuar os efeitos da crise, o governo brasileiro deixou as políticas restritivas, praticadas até então, de lado e interveio na economia com medidas anticíclicas, principalmente políticas monetárias e fiscais expansionistas, tendo como

---

<sup>59</sup> Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório Anual 2008, volume 44, 2008, p. 26. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008cap1p.pdf>. Acesso em 05/11/2010.

embasamento teórico as prescrições deixadas por Keynes, em que defende a intervenção do Estado em períodos de crise para restaurar a atividade econômica.

Em relação à liquidez do setor financeiro, a primeira medida adotada foi em 24 de setembro de 2008, quando o Banco Central publicou a circular nº 3.405, elevando de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões o valor a serem deduzidos pelas instituições financeiras do cálculo da exigibilidade adicional sobre recursos à vista, depósitos a prazo e depósitos de poupança. Esse valor foi sucessivamente elevado até alcançar a R\$ 1 bilhão. A circular 3.405/08, ainda alterou o cronograma de implementação do recolhimento compulsório em títulos federais sobre depósitos interfinanceiros de sociedades de arrendamento mercantil. Os ajustes com base nas alíquotas de 20% e 25% passam a vigorar a partir de 16 de janeiro de 2009 e 13 de março de 2009, respectivamente.

A circular nº 3.408, de 08/10/2008, alterou as circulares 3.3091/02 e 3.144/02, que tratam do recolhimento do compulsório e do encaixe obrigatório sobre os recursos a prazo e da exigibilidade adicional sobre os depósitos, ampliando para R\$ 700 milhões o limite de isenção para o compulsório sobre depósitos a prazo. Em 13 de outubro, é alterada a circular nº 3.408/08, passando a vigorar a circular de nº 3.410, onde as instituições financeiras passariam a recolher somente a parcela que exceder a quantia de R\$ 2 bilhões.

A circular 3.407, do dia 02 de outubro de 2008, admite o recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório sobre recursos a prazo, de que trata a circular nº 3.091/02, podem ser efetuados com dedução do valor equivalente à aquisição interbancária de operações de crédito originadas na instituição cedente. A dedução de que trata o recolhimento compulsório passou a ser limitada a 40% da exigibilidade de recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório da instituição cessionária. O artigo 3º da circular considera elegível, na condição de cedentes, as instituições financeiras cujo Patrimônio de Referência (PR), Nível I, relativo ao mês de agosto de 2008, seja de até R\$ 2,5 bilhões. Em 13 de outubro, é lançada a circular 3.411/08 alterando a circular nº 3.407/08, elevando para R\$ 7 bilhões o valor do patrimônio de referência para as instituições financeiras cedentes; e a exigibilidade de recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório foi alterada para 70% nas instituições cessionárias.

Em 14 de outubro, a circular nº 3.413, reduziu de 45% para 42% a alíquota do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório incidente sobre os recursos à

vista. Após dez dias, o Banco Central decidiu que o cumprimento da exigibilidade de recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre recursos à vista de que trata a Circular nº 3.274/05, poderá ser efetuado com dedução do valor das parcelas da contribuição ordinária ao Fundo Garantidor de Créditos (FGC) prevista no art. 2º da Resolução nº 3.400/06 que voluntariamente fossem antecipadas. A antecipação corresponderia a sessenta vezes o valor da contribuição ordinária relativa ao mês de agosto de 2008, recolhida ao FGC em 1º de outubro de 2008.

De acordo com Paula (2008), o governo criou uma nova modalidade de redesconto de liquidez, tomando como garantias operações de créditos concedidos em moeda nacional ou em moeda estrangeira – ambos com prazo máximo de 360 dias; o Banco Central comprou ativos de bancos brasileiros por tempo determinado e com o compromisso de recompra por parte das instituições vendedoras de modo a não provocar redução nas reservas cambiais.

Ainda para aumentar a liquidez, o governo utilizou os bancos públicos para evitar uma crise nos bancos de menor porte, permitindo que o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF) pudessem adquirir participações e comprar carteiras de crédito de bancos em dificuldades, em particular a CEF pode constituir um banco de investimento para adquirir participação acionária em empresas de construção civil.

Segundo Mendonça e Deos (2010) o Banco do Brasil, especificamente, atuou elevando o crédito concedido a consumidores e empresas, particularmente nos segmentos de comércio exterior e crédito rural, atenuando os efeitos do corte de crédito efetuado pelos bancos privados. E, ainda, intensificou a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias – o BB adquiriu três bancos estatais: Nossa Caixa Nosso Banco, de São Paulo, o Banco Estadual de Santa Catarina, e o Banco do Piauí; e comprou grande participação do Banco Votorantim. A Caixa Econômica Federal, por sua vez, expandiu as operações de crédito, especialmente o crédito habitacional; e reduziu suas taxas de *spreads* cobradas por essas operações.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi decisivo para impor um ritmo de aceleração dos empréstimos, viabilizou a compra de empresas no exterior por parte de empresas nacionais e por financiar aquisições ou fusões entre empresas nacionais. Com isso, em vários segmentos da atividade econômica emergiram da crise grupos nacionais com muito maior porte e poderio

financeiro. Os desembolsos do BNDES assinalaram crescimento anual de 50% em 2009, situando-se em R\$136,4 bilhões. Considerados por setores, ressaltam-se as elevação nos totais destinados à indústria de transformação, 68,9%, e ao segmento comércio e serviços, 42,6%<sup>60</sup>.

Como mencionado, o consumo das famílias recuou em 2% no último trimestre de 2008. A demanda por bens duráveis situou-se em 3,7% no mesmo ano, sendo que nos últimos três meses sofreu uma queda de 19,5%, em relação a igual período de 2007<sup>61</sup>. Em resposta à brusca queda do consumo interno, o presidente Lula em pronunciamento aos brasileiros em dezembro de 2008, pede que:

não tenham medo de consumir com responsabilidade, [...] se você está querendo comprar uma geladeira, um fogão ou trocar de carro, não frustrar seu sonho, com medo do futuro. Porque, se você não comprar o comércio não vende. E se a loja não vender, não fará novas encomendas às fábricas. E aí, a fábrica produzirá menos, e a médio prazo, o seu emprego poderá estar em risco<sup>62</sup>.

Assim, para aumentar o consumo de bens duráveis no país, o governo brasileiro publicou o decreto nº 6.687, em 11 de dezembro de 2008, onde reduz as alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidentes sobre a venda de veículos e caminhões, durante o período entre 15 de dezembro de 2008 a 31 de março de 2009. A alíquota que era de 7% para carros 1.0, passou a ser isenta – alíquota zero; carros com motor de 1.4 à 2.0, a alíquota que antes eram de 11% passou a ser 5,5% para os carros *flex*; no caso de carros à gasolina, a alíquota baixou de 13% para 6,5%. Próximo do fim da redução do IPI, o governo decide prorrogar por mais três meses a vigência do IPI reduzido para automóveis e caminhões, e também expande a redução para outros setores, como o setor de material de construção civil. Para caminhões, a alíquota que incidia era de 5%, com a prorrogação, este veículo também ficou isento do imposto; as caminhonetes tiveram sua alíquota fixada em 1%, ante os 8% de IPI. O ministro da Fazenda, Guido Mantega, anunciou, no dia 17 de abril de 2009, a redução do IPI sobre quatro eletrodomésticos da linha branca: geladeira, fogão, lavadora e tanquinho. No

<sup>60</sup>Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003P.pdf>. Acesso em 05/11/2010.

<sup>61</sup>Dados do Boletim Anual do Banco Central de 2008. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008cap1p.pdf>. Acesso em: 05/11/2010.

<sup>62</sup>Pronunciamento de Lula em rede nacional. Disponível em: <http://noticias.uol.com.br/ultnot/multi/2008/12/23/04023870C0C94326.jhtm?veja-trechos-do-pronunciamento-do-lula-em-rede-nacional-04023870C0C94326>. Acesso em 05/11/2010.

período de abril a julho do mesmo ano, o IPI sobre geladeiras passou de 15% para 5%; os fogões eram tributados em 5% e passaram a ser isentos; para as lavadoras, o IPI caiu de 20% para 10% e no caso dos tanquinhos, o imposto era de 10% também passou a ser isento. A renúncia fiscal do governo com a redução do IPI foi estimada em R\$ 173 milhões nos três meses<sup>63</sup>.

As motocicletas também tiveram seu imposto reduzido para estimular as vendas desse setor. Ao final de março de 2009, quando o governo prorrogou a redução/isenção do IPI, expandiu a redução para o imposto de Contribuição Social para Financiamentos da Seguridade Social (COFINS) das motocicletas, que era de 3%, passando para 0%, num período de três meses.

Ainda em dezembro de 2008, o governo anunciou, através do decreto nº 6.691, a redução do Imposto de Operações Financeiras (IOF), de 3,0% para 1,5% ao ano para as pessoas físicas, e sobre esta alíquota continuaria a ser aplicado o percentual de 0,38% instituído no início de 2008. Essa medida, além de representar uma desoneração fiscal da ordem de R\$ 2,5 bilhões, causará um impacto de 4 p.p. na taxa de juros cobrada pelas instituições bancárias<sup>64</sup>.

Outra redução se deu no Imposto de Renda de Pessoas Físicas, onde foram criadas duas novas alíquotas, de 7,5% e 22,5%, além das que já existem, de 15% e 27,5%. Com a redução, criou-se uma nova tabela do IR que ficou da seguinte forma: quem ganhou até R\$ 1.434,00 foi isento. Acima desse valor até R\$ 2.150 teve de pagar 7,5% de IR; acima de R\$ 2.150,00 até R\$ 2.866,00 pagou 15%; acima de R\$ 2.866,00 até R\$ 3.582,00 a alíquota foi de 22,5% de IR; e acima de R\$ 3.582,00, teve de pagar 27,5%. Nas previsões da Fazenda, a nova tabela geraria uma desoneração de R\$ 4,9 bilhões em 2009.

Segundo o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) as desonerações tributárias aplicadas pelo governo federal desde o início da crise acarretaram numa queda de 49% na arrecadação das principais contribuições federais, no primeiro semestre de 2009.

Em setembro de 2009, a Receita Federal divulgou que as desonerações tributárias, de janeiro a agosto de 2009, totalizaram R\$ 17,3 bilhões, sendo que as maiores desonerações ocorreram no imposto de renda, totalizando R\$ 4,61 bilhões

---

<sup>63</sup> Disponível em: [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0..MUL1089103-9356.00-GOVERNO+ANUNCIA+REDUCAO+DO+IPI+DE+ELETRODOMESTICOS.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0..MUL1089103-9356.00-GOVERNO+ANUNCIA+REDUCAO+DO+IPI+DE+ELETRODOMESTICOS.html). Acesso em 05/11/2010.

<sup>64</sup> Disponível em: [http://www.estadao.com.br/economia/not\\_economia292428.0.htm](http://www.estadao.com.br/economia/not_economia292428.0.htm). Acesso em 05/11/2010.

nos primeiros oito meses do ano. Já as perdas de arrecadação no IPI atingiram R\$ 4,01 bilhões. As desonerações no COFINS somaram R\$ 3,68 bilhões e, no IOF R\$ 2,21 bilhões até agosto<sup>65</sup>.

Em relação ao principal instrumento de política monetária, a taxa de juros, as autoridades monetárias do Brasil, no fim do ano de 2008 resistiram em flexibilizar a política monetária e reduzir a taxa básica de juros – Selic. Segundo a ata do Comitê de Política Monetária (Copom) de outubro de 2008, a decisão de manter a taxa de juros em 13,75% ao ano se deu baseado na perspectiva de aumento na inflação do país. Na primeira reunião de 2009, nos dias 20 e 21 de janeiro, os membros do Copom evidenciam que diante da desaceleração da demanda, houve a redução de pressões inflacionárias, decidindo assim, reduzir a taxa Selic para 12,75% a.a. A partir de então, os cortes na taxa Selic foram sucessivos, tendo em vista o cenário de desaceleração da economia brasileira. Segundo a ata do Copom em sua 141ª reunião, nos dias 10 e 11 de março de 2009, o Comitê entende que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção, abrindo espaço para a flexibilização da política monetária, assim, decidindo por reduzir novamente a taxa de juros para 11,25% ao ano. Ainda com o mesmo discurso e confiantes em retomar o crescimento o mais breve possível, os membros do Copom decidem por mais um corte na taxa Selic, em abril de 2009, de 1,0 p.p., passando para 10,25% ao ano. Tendo como base que os cortes na taxa de juros ainda não corresponderam ao aumento da demanda agregada nacional, mais uma vez a Selic é reduzida, situando-se em 9,25% ao ano. O último corte da taxa de juros foi em julho de 2009, quando o Copom decide por baixar em 0,5 pontos percentuais a taxa Selic, para 8,75% a.a., a fim de recuperar a atividade econômica.

Além das medidas de caráter tipicamente monetário que adotou, o governo federal manteve as políticas fiscais que já estavam em curso mesmo antes da crise financeira de 2007, como o programa de transferência de renda intitulado “Fome Zero”, e adotou novas medidas de caráter fiscal, preservando o nível de gastos e de crédito na economia. Assim, o governo não abriu mãos dos vultosos investimentos programados pela Petrobrás nem dos demais Programas de Aceleração ao

---

<sup>65</sup> Disponível em: <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,arrecadacao-federal-cai-pelo-10-mes-seguido.436652.0.htm>. Acesso em 05/11/2010.

Crescimento (PAC). Ao contrário, ampliou esses investimentos, criando mais dois programas, um na área de habitação, e o outro na área de investimento. O primeiro programa foi publicado com a medida provisória nº 459, dispondo acerca de um novo projeto de fomento econômico, chamado de “Minha Casa, Minha Vida”, com a finalidade de criar mecanismos de incentivo à produção e à aquisição de um milhão de unidades habitacionais pelas famílias com renda de até dez salários mínimos. Em meados de 2009, adotou-se o “Programa de Sustentação do Investimento” (PSI), com o objetivo de estimular a produção, aquisição e exportação de bens de capital e a inovação tecnológica, com empréstimos concebidos pelo BNDES, com uma redução para 4,5% a.a. a taxa de juros dos financiamentos para a compra de bens de capital, praticamente tornando nula a taxa real de juros dos financiamentos de parcela considerável do investimento do país. E, ainda, não houve retrocesso nas políticas de transferência de renda e na concessão de aumento do salário mínimo.

Assim, com essas medidas o governo preservou o seu já elevado nível de gasto público sobre o PIB, aumentou o investimento público e ampliou o impacto do gasto por ele induzido na economia.

#### 4.4 UMA AVALIAÇÃO PROVISÓRIA DOS RESULTADOS MACROECONÔMICOS DAS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS ADOTADAS PELO BRASIL.

Diante da crise, a atividade econômica do Brasil desacelerou. Para evitar que toda a economia fosse atingida, entrando em recessão e aumentando o nível de desemprego, o governo interveio. A partir de fevereiro de 2009, de acordo com o boletim mensal do Banco Central, a produção de bens duráveis aumentou, assim como os bens de consumo e semi e não duráveis, mostrando, assim, evidências de recuperação da economia brasileira.

Segundo o Relatório Anual do Banco Central, o PIB brasileiro apresentou retração anual de 0,2% no ano de 2009, resultado consistente com os dois períodos distintos experimentados pela economia brasileira após a intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais ao longo do ano. O primeiro momento é de um breve período recessivo, nos meses de janeiro a março, o PIB recuou 0,9% em relação ao trimestre anterior. Esse resultado refletiu a menor intensidade do impacto

da deterioração das expectativas e das restrições no mercado de crédito sobre o desempenho da indústria, que realizou expressiva adequação nos estoques e nos investimentos, e sinalizou o início da superação da crise.

A partir do segundo trimestre de 2009, o nível da atividade da economia passou a registrar recuperação progressiva. O PIB, ratificando a eficácia das medidas econômicas do governo, envolvendo a flexibilização da política monetária e os incentivos fiscais direcionados a segmentos importantes na cadeia produtiva, registrou taxa de crescimento de 1,4% no segundo trimestre do ano. No terceiro trimestre de 2009, o PIB cresceu 1,7%, em relação aos três meses anteriores, se constituindo no segundo resultado positivo em sequência, indicando o esgotamento do ciclo recessivo experimentado pela economia brasileira após o acirramento da crise mundial. Consolidando a recuperação da atividade econômica brasileira, no último trimestre do ano, a expansão do PIB foi de 2%, impulsionada pelo aumento do consumo das famílias, e dos gastos do governo<sup>66</sup>.

Conforme observou Almeida (2010), o declínio de 0,2% do PIB brasileiro em 2009 foi indicativo de uma economia que evitou uma recessão mais profunda. Para ele, o êxito do Brasil se deve à remoção da vulnerabilidade externa mediante a acumulação de reservas; a maior solidez das contas públicas e do endividamento de setor público, o qual recuou em 4,5% entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro semestre de 2009; e a não contaminação das instituições financeiras do país com os títulos hipotecários que se desvalorizaram com a crise.

Os níveis elevados de reservas internacionais auxiliaram na contenção da desvalorização cambial, em setembro de 2008, o volume de reservas era de US\$ 207 bilhões, em fevereiro de 2009 caiu para US\$ 199 bilhões, retomando para US\$ 219 bilhões em agosto de 2009, seguindo em forte crescimento. A posição no dia 05 de novembro de 2010 das reservas internacionais ultrapassam US\$ 286,9 bilhões<sup>67</sup>. A taxa de câmbio declinou durante o ano de 2009, a média de janeiro chegou a R\$ 2,30, e em dezembro a média foi de R\$ 1,75, em 2010 esse processo não foi diferente, a média de janeiro foi de R\$ 1,77 e em outubro, R\$ 1,68, uma desvalorização de 5,4% em dez meses.

---

<sup>66</sup> Boletim Banco Central do Brasil, Relatório Anual 2009, volume 45, 2009, p. 19-20. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap1p.pdf>. Acesso em 05/11/2010.

<sup>67</sup> Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?RP20101105>. Acesso em 05/11/2010.

Para Pires e Paulino (2010), a demanda interna foi o fator essencial para a reversão dos impactos iniciais da crise. Neste ínterim, segundo relatório do Banco Central, o exame dos componentes da demanda evidencia a importância do consumo das famílias e do governo para a sustentação do PIB em 2009. Os gastos das famílias, em cenário de crescimento da massa salarial real e do volume das operações de crédito do sistema financeiro destinado a pessoas físicas, aumentaram 4,1% no ano, enquanto o consumo do governo cresceu 3,7%.

A redução do IPI incidente sobre automóveis foi fundamental para a retomada do nível de atividade econômica, visto que a indústria automobilística exerce grande capacidade de encadeamento na economia brasileira, assim tem influência não só no consumo, como também no emprego. Com o advento da crise, as montadoras tiveram brusca queda em suas exportações, assim, com a redução/isenção do IPI sobre os veículos novos a produção pode ser absorvida pelo mercado doméstico. Nos seis primeiros meses de 2009, essa desoneração do IPI contribuiu com 13,4% das vendas; no período compreendido entre janeiro a junho, 191 mil unidades de veículos foram vendidas. Em termos anuais, o crescimento nas vendas do setor automobilístico foi de 12,7% em 2009.

Segundo Carvalho, Oliveira e Tepassê (2010), a atuação dos bancos públicos teve papel de grande magnitude para atenuar os impactos da crise financeira global no Brasil. O caráter dos bancos públicos brasileiros é de banco comercial, o que lhes permitiu direcionar recursos volumosos para sustentar a liquidez do mercado interbancário e para ampliar o crédito ao público, reduzindo a necessidade do Banco Central atuar como prestador de última instância, o que ocorreu nos Estados Unidos e em países europeus. Com a disposição dos bancos de deterem a fatia maior do crédito pessoal e ao consumidor, gerou uma reação competitiva entre os bancos privados, resultando na volta do crescimento do crédito para as pessoas físicas.

De acordo com Almeida (2010) a sustentação do gasto público protegeu o setor de serviços da economia, responsável por 60% do PIB brasileiro e grande empregador. Na medida em que o gasto do governo preservou o nível de emprego no setor de serviços, protegeu a atividade em segmentos produtores de alimentos e bens industriais básicos para a população, não deixando a demanda por estes produtos terem acentuada queda.

Segundo dados a Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados, Pesquisa de Emprego e Desemprego (Seade/PED), a taxa de desemprego aberta no país em setembro de 2008, momentos inicial da crise financeira global, era de 8,7%, no final de 2009 após alta do desemprego, a taxa volta para 8,5% em dezembro. De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram gerados 995,1 mil postos de trabalho com carteira de trabalho assinada em 2009, resultado que corresponde a cerca de 70% da média observada no quinquênio encerrado em 2008. O número de trabalhadores com carteira assinada aumentou 2,1% no ano, com ênfase nas expansões assinaladas na construção, 6,2%, e no comércio e no setor de serviços, ambas de 3,9%, contrastando com a retração de 2,2% observada na indústria de transformação. Em setembro de 2010, o desemprego brasileiro atingiu recorde de baixa, caindo para 6,2%, sendo o menor nível atingido. A população ocupada totalizou 22,282 milhões em setembro, alta de 0,7 % sobre agosto e de 3,5% sobre igual período do ano passado. O total de desocupados alcançou 1,480 milhão, recorde de baixa, queda de 7,5% mês a mês e recuo anual de 17,7 %<sup>68</sup>.

Desde o primeiro mês de 2010, o consumo das famílias teve forte crescimento, e a oferta não acompanhou o seu ritmo, aumentando o índice de preços, o qual chegou a 5,16% (acima da meta de 4,5%). Assim, em sua 150ª reunião, em abril, os membros do Copom, baseados na perspectiva de alta de inflação, decidiram por aumentar a taxa Selic para 9,5% ao ano. Tão logo, em julho do mesmo ano, para assegurar a convergência da inflação à trajetória de metas, o Copom decidiu elevar a taxa básica de juros para 10,75% a.a., a qual permanece até então – novembro de 2010 –, e a previsão é de que o ano se encerre com o mesmo nível da taxa. Segundo o Banco Central, o IPCA aumentou 0,45% em setembro deste ano, após variações de 0,04% em agosto e de 0,01% em julho. No período de janeiro a setembro, o índice apresentou elevação de 3,60%. A projeção do Banco Central é de que a inflação fique em torno de 5,31% em 2010, acima da meta, mas dentro do limite de banda estabelecido.

A atividade econômica brasileira continua a crescer, no primeiro trimestre deste ano, o crescimento foi de 2,7% face ao trimestre anterior; na comparação com o mesmo período de 2009, o indicador registrou crescimento de 9%. De acordo com

---

<sup>68</sup> Disponível em: <http://oglobo.globo.com/pais/mat/2010/10/21/desemprego-no-brasil-cai-6-2-em-recorde-de-baixa-922835335.asp>. Acesso em 05/11/2010.

os dados divulgados pelo IBGE, o avanço de janeiro a março foi resultado, sobretudo do bom desempenho da indústria, que cresceu 4,2% frente ao quarto trimestre. No segundo trimestre desse ano, o PIB apresentou um avanço de 1,2% em relação aos três meses anteriores; na comparação com o mesmo período de 2009, o indicador registrou crescimento de 8,8%. O crescimento novamente foi impulsionado pela indústria que cresceu 13,8% entre abril e junho de 2010. Segundo o relatório Focus, a projeção para o PIB brasileiro em 2010 é de crescimento de 7,6%.

Em suma, a manutenção e o aumento do nível do investimento e do gasto público e a ampliação do crédito em plena crise, foram os determinantes do êxito brasileiro em responder à crise internacional e superá-la com rapidez, minimizando a retração do PIB em 2009 (Almeida, 2010, p. 61).

De acordo com Keynes, em períodos de recessão, o governo deve tomar a atitude de incentivo aos gastos para gerar um efeito multiplicador em toda a economia, elevando os níveis de consumo, recuperando o nível de emprego, e o nível de produção do país. Assim, a atitude econômica do governo federal em expandir seus gastos, aumentando o déficit público, de modo a criar um efeito multiplicador sobre a demanda agregada doméstica num cenário cíclico é tipicamente keynesiana, e suas políticas anticíclicas foram cruciais para que a economia brasileira não sofresse maiores danos, assim como a ser uma das primeiras economias a se recuperar da recessão mundial.

## CONCLUSÃO

John Maynard Keynes é tido como um dos principais economistas que já existiram, seu interesse se dava com os problemas mundiais, tais como o desemprego e o nível de renda, levando-o ao centro dos principais debates econômicos na primeira metade do século XX. Sua obra mais influente foi A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, escrita em 1936, contextualizada no âmbito da Grande Depressão, onde contrariou a teoria ortodoxa liberal existente, expondo que a economia não deve ser tratada como um caso particular, mas sim como um todo, em nível agregado. E, principalmente, ao contrário do que os clássicos fundamentavam, a economia não é capaz de se regular automaticamente, e as crises não são passageiras.

Para Keynes a economia é tida de ciclos econômicos, sendo o excesso de poupança a causa da crise. Segundo ele, com o aumento da renda há o aumento do consumo, porém o aumento do consumo é menor que uma unidade – propensão marginal a consumir – assim, a parte que não é consumida é poupada. Os investimentos, por sua vez, se não aumentarem em grau suficiente para cobrir a poupança, geram o subconsumo, e o aumento do desemprego, levando a economia num ciclo de depressão.

Nos ciclos de depressão, Keynes recomenda a intervenção do Estado, orientando sobre a propensão a consumir, através de políticas fiscais e monetárias expansivas, precisando assumir o comando da decisão de investir para fomentar a recuperação do nível de atividade da economia. No pensamento keynesiano a política fiscal é baseada na administração dos gastos públicos com o aumento de investimentos, e na política de tributação com a redução de impostos; à política monetária, compete a taxa de juros, a qual deve ter níveis baixos, onde os investimentos produtivos se tornem mais atrativos. O aumento dos gastos poderia implicar em déficit temporário no orçamento de capital, o qual é responsável pelos investimentos produtivos, porém, no longo prazo, os investimentos públicos darão seus retornos, retomando o equilíbrio do orçamento público.

Os estudos de Keynes se concentraram em como recuperar a economia dos períodos anticíclicos. Assim, após três décadas de estratégias liberalizantes, num cenário recessivo em que nos deparamos a partir de 2007, as políticas keynesianas

emergem, pondo em questão o método adotado até então, e nos mostrando a saída para a recuperação da economia mundial.

A crise que começou como financeira em 2007 e transformou-se em uma crise da economia real ao final de 2008, começou nos Estados Unidos, com problemas de crédito e com o elevado aumento da inadimplência de tomadores de hipotecas *subprime*, tão logo gerando uma crise de liquidez quando os mercados para títulos lastreados em hipotecas entraram em colapso. A incerteza de até quando a crise iria durar levou aos investidores a ofertarem seus títulos lastreados em hipotecas, havendo uma forte desaceleração dos preços desses títulos, comprometendo os balanços das instituições financeiras, levando-as à quebra.

A partir de setembro de 2008, quando um dos principais bancos norte-americano quebrou, o Lehman Brothers, a crise tomou nível mundial. O alastro da crise pode ser explicado pelos investimentos diretos existentes tanto nos Estados Unidos, quanto dos investidores norte-americanos no resto do mundo. Além do mais, em se tratando de uma época em que as economias estão integradas, investidores de toda a Europa, da Ásia, da América do Sul, entre outros, tinham acesso à compra dos títulos lastreados nas hipotecas, havendo prejuízos também a esses investidores.

Com a eclosão da crise, o que aconteceu foi uma generalizada restrição ao crédito, em muitas situações por falta de liquidez, ou seja, os bancos não emprestavam por não ter dinheiro para emprestar. Assim, tanto as pessoas não tinham como emprestar para comprar bens duráveis, quanto às empresas não tinham como emprestar capital de giro para investir em sua produção. Portanto, de uma crise do setor habitacional norte-americano, a crise passou a atingir o lado real da economia, a atividade produtiva, gerando desaceleração do crescimento e aumento do nível de desemprego em todo o mundo.

O Brasil também foi atingido pela crise, tendo sua atividade produtiva fortemente influenciada, refletindo na queda do PIB no último trimestre de 2008. O país sofreu com a redução do crédito externo, pois os principais bancos dos outros países estavam à beira da quebra; com o declínio das exportações, as principais economias se encontravam em recessão e reduziram fortemente o fluxo de importação; e com a fuga do capital externo, uma vez que os investidores estrangeiros tinham de honrar seus compromissos, retirando do país seu capital

investido. Para impedir com que a economia brasileira tomasse o mesmo rumo das principais economias do mundo, o governo federal adotou medidas anticíclicas.

A principal premissa para os keynesianos perante os ciclos recessivos da economia é a de adotar políticas anticíclicas, que atuam de forma a combater os efeitos nocivos de uma crise de grande proporção, como esta iniciada em 2007 a nível global. Neste sentido, desde os últimos meses de 2008 e ao longo do ano passado, o governo federal atuou com medidas econômicas, tanto monetárias, quanto, e principalmente, fiscais, a fim de recuperar a aceleração da atividade econômica brasileira.

O estímulo ao déficit público pode ser atingido com o aumento dos gastos e/ou redução de impostos. Assim, em nosso país, as políticas fiscais adotadas de maior impacto foram: a desoneração do Imposto sobre Produtos Industrializados para bens de consumo duráveis, como automóveis, materiais para construção, produtos da linha branca; e ao mesmo tempo, o governo não deixou de ampliar seus gastos, criando novos programas como o “Minha Casa, Minha Vida”, para a área da habitação, e o “Programa de Sustentação do Investimento”, que possibilitou um aumento expressivo nos financiamentos realizados pelo BNDES, com taxas de juros menores.

Com as políticas fiscais adotadas pelo governo, houve o fomento da demanda agregada doméstica, num efeito multiplicador sobre toda a economia, estimulando as vendas, a produção e o emprego, visto que, ao reduzir o IPI, concomitantemente, ao aumento do crédito por parte dos bancos públicos, a população foi às compras, e o consumo das famílias, assim como, o Índice de Confiança do Consumidor tornaram a crescer já no primeiro trimestre de 2009.

O aumento da demanda gera influência sobre os investimentos produtivos, pois os empresários têm de investir para aumentarem suas produções, e também mantém o nível de emprego e até aumenta a procura por mão de obra. Aliado a essas medidas, não podemos esquecer-nos dos sucessivos cortes da taxa básica de juros, que auxiliaram no processo de retomada ao crescimento, uma vez que, com menores taxas de juros os investimentos produtivos aumentam, gerando o efeito multiplicador da economia. Portanto, o governo assumiu o papel de incentivador dos investimentos, como preconiza Keynes.

As políticas de cunho keynesiano foram adotadas pelo Brasil, e inclusive não só no período de crise, mas a partir de 2000, em que foram criadas políticas de

distribuição de renda e socialização do país, com programas como o Bolsa Família e o Fome Zero. Pois para Keynes, é o excesso de poupança que causa a crise, e o excesso de poupança se dá com a propensão marginal a consumir, assim num país em que haja mais ricos do que pobres, a tendência ao subconsumo é maior.

Essas medidas adotadas desde 2000 auxiliaram no desenvolvimento de uma nova classe social no país (a classe média ou C), a qual passou a ter acesso ao crediário e a contas bancárias, facilitando a obtenção do crédito, e, por conseguinte, a aquisição de bens duráveis. Assim, no período da crise, em que o país teve queda no seu fluxo de exportação, no setor automobilístico, por exemplo, pôde se voltar ao mercado interno, resultando na retomada das vendas do setor, e tão logo o forte crescimento.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, J. G. **Como o Brasil superou a crise** in Dossiê da Crise II. Porto Alegre, 2010, p. 57-62. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/novidades.asp?id=12>>. Acesso em 16/08/2010.

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

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

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Da Macroeconomia clássica à Keynesiana**. Disponível em <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1968/68-98DaMacroclassicaAKeynesiana.apostila.pdf>>. Acesso em 19/08/2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALLA'ACQUA, F. **Economic populism versus Keynes: reinterpreting budget deficit in Latin America**. Disponível em <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1991/91.PopulismoEconomicoVsKeynes.pdf>>. Acesso em 14/09/2010.

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

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; TEPASSÊ, A. C. **A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional** in Dossiê da Crise II. Porto Alegre, 2010, p. 67-70. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/novidades.asp?id=12>>. Acesso em 16/08/2010.

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

\_\_\_\_\_. **Entendendo a recente crise financeira global** in Dossiê da Crise II. Porto Alegre, 2010, p. 16-22. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em 10/05/2010.

\_\_\_\_\_. Temas de Política Monetária Keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 15, p. 33-61, jan. 1994. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/1668/2037>>. Acesso em 08/09/2010.

\_\_\_\_\_. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Análise Econômica**, v. 26, n. 50, p. 7-25, set. 2008. Disponível em <<http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/viewFile/10906/6484>>. Acesso em 08/09/2010.

\_\_\_\_\_. Economic policies for monetary economies Keynes's economic policy proposals for an unemployment free economy. **Revista de Economia Política**, São

Paulo, v. 17, n. 4 (68), nov. 1997. Disponível em <<http://www.rep.org.br/pdf/68-2.pdf>>. Acesso em 14/09/2010.

DEOS, S.; MENDONÇA, A.R.R. **O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente** in Dossiê da Crise II. Porto Alegre, 2010, p. 63-66. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/novidades.asp?id=12>>. Acesso em 16/08/2010.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PAULINO, L. A.; PIRES, M. C. **Economia brasileira: da colônia ao governo Lula**. São Paulo: Saraiva, 2010.

PRATES, D. M. **O efeito-contágio da crise global sobre os países emergentes** in Dossiê da Crise II. Porto Alegre, 2010, p. 53-55. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/novidades.asp?id=12>>. Acesso em 16/08/2010.

PREBISCH, R. **Keynes, uma introdução**. São Paulo: Brasiliense, 1998.

SICSÚ, J. Planejamento estratégico do desenvolvimento e as políticas macroeconômicas in **Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 137-160.

VIDOTTO C. O espectro de Keynes ronda a América: hipotecas, securitização e crise financeira nos Estados Unidos in **Economia do Desenvolvimento Teoria e Políticas Keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 46-75.

Boletim do Banco Central do Brasil, **Relatório Anual 2008**, v. 44, 2008, p. 20. Edição Online: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2008/rel2008cap1p.pdf>>. Acesso em 05/11/2010.

Boletim do Banco Central do Brasil, **Relatório Anual 2009**, v. 45, 2009, p. 24. Edição Online: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap1p.pdf>>. Acesso em 05/11/2010.

BRASIL, Circular nº 3.407, 02 de outubro de 2008. Dispõe sobre o cumprimento do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos a prazo e da exigibilidade adicional sobre depósitos. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=108103395&method=detalharNormativo>>. Acesso em 05/11/2010.

BRASIL, Circular nº 3.408, 08 de outubro de 2008. Altera o recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório sobre recursos a prazo. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=108098141&method=detalharNormativo>>. Acesso em 05/11/2010.

BRASIL, Circular nº 3.410, 13 de outubro de 2008. Dispõe sobre o cumprimento do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos a prazo e da exigibilidade adicional sobre depósitos. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=108099396&method=detalharNormativo>>. Acesso em 05/11/2010.

BRASIL, Circular nº 3.411, 13 de outubro de 2008. Altera o recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório sobre recursos a prazo. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=108100145&method=detalharNormativo>>. Acesso em 05/11/2010.

BRASIL, Circular nº 3.413, 14 de outubro de 2008. Reduz a alíquota do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=108099939&method=detalharNormativo> >. Acesso em 05/11/2010.

BRASIL, Decreto nº 6.691, 11 de dezembro de 2008. Altera alíquota do IPI sobre automóveis. **Diário Oficial da União**. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm#art7ia2](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm#art7ia2) >. Acesso em 05/11/2010.

<http://www.oje.pt/noticias/economia/taxa-de-desemprego-sobe-em-franca-para-91>. Acesso em 30/09/2009.

<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1487327&path=>. Acesso em 30/09/2009.

<http://economia.uol.com.br/ultnot/efe/2008/10/04/ult1767u130157.jhtm>. Acesso em 29/10/2009.

[http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081010\\_russia\\_pacote\\_f\\_p.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081010_russia_pacote_f_p.shtml). Acesso em 29/10/2009.

[http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200910230908\\_RTR\\_1256288440nN2381460](http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200910230908_RTR_1256288440nN2381460). Acesso em 01/11/2009.

<http://noticias.r7.com/economia/noticias/taxa-de-desemprego-no-japao-cai-para-5-5-em-agosto-20091001.html>. Acesso em 01/11/2009.

<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1503292&path=>. Acesso em 01/11/2009.

<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1506859&path=>. Acesso em 01/11/2009.

<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,fmi-ve-deficit-medio-do-g-20-em-79-do-pib-em-2009,460478,0.htm>. Acesso em 01/11/2009.

[http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL761566-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+NAO+TEM+PRECEDENTES+ANUNCIA+FMI.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL761566-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+NAO+TEM+PRECEDENTES+ANUNCIA+FMI.html). Acesso em 02/11/2009

[http://br.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200810211133\\_EFE\\_77562485](http://br.invertia.com/noticias/noticia.aspx?idNoticia=200810211133_EFE_77562485). Acesso em 02/11/2009.

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u457224.shtml>. Acesso em 02/11/2009.

[http://www.estadao.com.br/economia/not\\_eco259026,0.htm](http://www.estadao.com.br/economia/not_eco259026,0.htm). Acesso em 02/11/2009.

[http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081008\\_darlingpacotao.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081008_darlingpacotao.shtml). Acesso em 02/11/2009.

<http://economia.uol.com.br/ultnot/reuters/2008/09/16/ult29u63276.jhtm>. Acesso em 02/11/2009.

<http://www.rumosdobrasil.org.br/2010/03/11/crise-financeira-internacional-repercussoes-e-reflexoes/>. Acesso em 12/05/2010.

<http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2009/01/27/preco+de+casas+cai+182+nos+eua+em+1+ano+3661908.html>. Acesso em 09/10/2010.

<http://www.americanhm.com/>. Acesso em 12/10/2010.

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>. Acesso em 14/10/2010.

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.paint?method=consultarValoresSeries>. Acesso em 14/10/2010.

<http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>. Acesso em 29/10/2010.

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions.htm>. Acesso em 29/10/2010.

<http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/qiji/q081031.pdf>. Acesso em 29/10/2010.

[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca/defaultinpc.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm). Acesso em 03/11/2010.

[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Acesso em 03/11/2010.

<http://noticias.uol.com.br/ultnot/multi/2008/12/23/04023870C0C94326.jhtm?veja-trechos-do-pronunciamento-do-lula-em-rede-nacional-04023870C0C94326>. Acesso em 05/11/2010.

[http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL1089103-9356,00-GOVERNO+ANUNCIA+REDUCAO+DO+IPI+DE+ELETRODOMESTICOS.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1089103-9356,00-GOVERNO+ANUNCIA+REDUCAO+DO+IPI+DE+ELETRODOMESTICOS.html). Acesso em 05/11/2010.

[http://www.estadao.com.br/economia/not\\_eco292428,0.htm](http://www.estadao.com.br/economia/not_eco292428,0.htm). Acesso em 05/11/2010.

<http://www.estadao.com.br/noticias/economia,arrecadacao-federal-cai-pelo-10-mes-seguido,436652,0.htm>. Acesso em 05/11/2010.

<http://www.bcb.gov.br/?RP20101105>. Acesso em 05/11/2010.

<http://oglobo.globo.com/pais/mat/2010/10/21/desemprego-no-brasil-cai-6-2-em-recorde-de-baixa-922835335.asp>. Acesso em 05/11/2010.