



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Políticas Públicas

Departamento de Economia

NINA RODRIGUES PEDROSA

**A CRISE DO *SUBPRIME* E OS SEUS EFEITOS NA ECONOMIA BRASILEIRA - UMA
VISÃO PÓS - KEYNESIANA**

BRASÍLIA

2019

NINA RODRIGUES PEDROSA

**A CRISE DO *SUBPRIME* E OS SEUS EFEITOS NA ECONOMIA BRASILEIRA - UMA
VISÃO PÓS - KEYNESIANA**

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da Universidade de Brasília como
requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof. Dra. Daniela Freddo

BRASÍLIA

2019

Resumo

Nesta monografia, tem-se como objetivos entender a crise de 2008, a partir da teoria pós-keynesiana, e aferir quais foram os efeitos desta sobre a economia brasileira. Para isso, discorre-se sobre a estruturação do sistema financeiro brasileiro, a atuação do Banco Central e dos bancos públicos e as medidas tomadas para evitar uma crise de crédito e de liquidez.

No caso dos Estados Unidos, entende-se que uma das razões que levaram à eclosão da crise do *subprime* foi o excesso de confiança pelos agentes financeiros e a posterior preferência pela liquidez, a qual teve como consequência uma corrida por ativos mais líquidos. Isso levou à uma fuga de capital em economias periféricas, sendo uma das principais formas de transmissão da crise para a economia brasileira.

Para o caso brasileiro, objeto de estudo desta monografia, serão analisadas quais medidas foram aplicadas e o porquê de elas terem sido capazes de contrabalançar os efeitos da crise que assolou o restante do mundo. São destacados também o fato de a economia brasileira, a partir das políticas anticíclicas adotadas, ter se recuperado de maneira mais rápida.

Palavras-chave: Crise; Pós-Keynesianismo; Brasil; *Subprime*.

Abstract

This work has the objective to understand the crisis that happened in 2008 from a post-keynesian point of view and assess its effects on the brazilian economy. To manage that, it is discussed the structuring of the brazilian financial system, the Central Bank and public institutions performances and the measures taken to prevent a credit and liquidity crisis.

For the United States, one of the reasons that brought on the subprime crisis was the exceedingly confident financial agents and their subsequent liquidity preference, which had a race for more liquid assets as a consequence. This lead to a capital flight in peripheral economies, which turned out to be one of the main broadcasting ways for the crisis to hit the brazilian economy.

As for the brazilian situation, the focus of this paper, the analysis will examine which measures were taken and the reasons for them to counterbalance the effects of this crisis that devastated the rest of the world. It is also featured the fact that the brazilian economy, because of the counter-cyclical policies applied, was able to make a quick recovery.

Key words: Crisis; Post-Keynesianism; Brazil; Subprime.

Sumário

1. Introdução	5
2. A Teoria Pós-Keynesiana	7
3. A crise do <i>subprime</i>	13
4. A crise no Brasil	18
5. Considerações finais	27
6. Referências bibliográficas	30

1. Introdução

A falência do banco Lehman Brothers marca o estouro da crise em um cenário mundial, que já vinha sendo construída na economia norte-americana. A alta confiança dos agentes financeiros e a alta do mercado de hipotecas imobiliárias nos Estados Unidos fomentou a criação de uma bolha especulativa imobiliária que estourou após o aumento das taxas juros dos títulos públicos norte-americanos. Perante um cenário de preferência pela liquidez e fuga de capital, os bancos internacionais respondem com ações de contração de crédito e empoçamento da liquidez.

Nesta monografia serão analisadas as principais medidas que tornaram menos severos os efeitos da crise na economia brasileira: com a contração de crédito por parte dos bancos privados, em uma atitude anticíclica, os bancos públicos passam a oferecer menores taxas de juros e opções de empréstimos com o intuito de evitar uma crise de crédito; o governo, através de programas de fomento, atua impulsionando o investimento público e privado; o único ponto que é considerado pró-cíclico foi o fato de o Banco Central do Brasil (Bacen) ter aumentado a taxa de juros Selic para 13,75%, enquanto os demais bancos internacionais vinham diminuindo suas taxas básicas de juros.

As ações adotadas pelo governo ficaram centradas nas seguintes bases: manter e, posteriormente, aumentar a oferta de crédito utilizando os bancos públicos como meio, o fato de não ter havido um corte total nos programas de fomento e sim um uso deles para estimular o investimento público indica que o governo tinha em mente a garantia da oferta de crédito. Outro estímulo foi o aumento real do salário mínimo que teve como consequência direta o aumento de consumo por parte da população de renda mais baixa e um aumento direto na produção das empresas.

Sob os pressupostos da teoria pós-keynesiana, analisa-se o fato de a economia brasileira, apesar de sofrer consequências graves da crise, como a desvalorização cambial, teve uma recuperação mais rápida do que outras economias a partir do conjunto de medidas anticíclicas adotadas pelo governo brasileiro. Tendo em vista que esta teoria considera a moeda como não-neutra, o conceito de preferência pela liquidez assume grande importância, como também a necessidade de intervenção do Estado e a maneira que os agentes econômicos agem e reagem de acordo com as expectativas.

Neste contexto, o pós-keynesianismo tem maiores possibilidades de explicar os eventos advectos da crise do *subprime*.

O trabalho está dividido em três capítulos: no primeiro, explica-se a teoria pós-keynesiana e que servirá como arcabouço teórico para o entendimento da análise; no segundo capítulo, analisa-se o que foi a crise do *subprime* na sua origem nos Estados Unidos: quais foram suas causas, seus impactos na economia norte-americana e posteriormente no resto do mundo, e no terceiro capítulo, são explicitadas e analisadas as ações anticíclicas escolhidas pelo governo brasileiro para amenizar os efeitos da crise na economia brasileira.

2. A Teoria Pós-Keynesiana

A partir da publicação do livro seminal de John Maynard Keynes em 1936, “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, alguns autores decidiram, a partir de certos temas em comum com o autor, tentar elaborar uma teoria que tivesse maior proximidade com a realidade e que pudesse servir como alternativa aos modelos teóricos utilizados hoje em dia como parte da teoria econômica *mainstream*.

A base para a teoria pós-keynesiana é o papel da moeda em uma economia capitalista moderna e seus teóricos têm como objetivo principal resgatar a discussão do papel desta. A partir desse debate, seu objetivo passa a ser não só tentar recuperar tal discussão, mas também desenvolver teorias alternativas a pontos ignorados pela teoria neoclássica (Carvalho, 1982).

Levando em consideração textos escritos por Keynes antes e depois da “Teoria Geral”, os pós-keynesianos partem de dois pontos que consideram importantes: primeiro, a compreensão da moeda como reserva de valor, por conta disso, questiona-se a neutralidade da moeda como pressuposto na Teoria Quantitativa da Moeda. Em segundo lugar, o que passaria a diferenciar os pós-keynesianos dos ortodoxos: analisar as condições em que a moeda passava a ser uma forma de riqueza, o que implicava que esta seria não neutra tanto no curto quanto no longo prazo.

A seguir, serão descritos alguns pressupostos que são utilizados como base para toda a teoria pós-keynesiana, conforme destacado por (Keynes, 1937):

- a) Produção: leva-se em consideração que o processo produtivo é algo temporal e que devem ser levados em conta problemas de defasagem e demoras. Os motivos que levaram às tomadas de decisão, o andar da produção e o momento da venda do produto é uma sequência que tem importância. As firmas produzem a partir da expectativa ou sob uma demanda real do mercado, as quais possuem apenas interesse em obter recursos para aumentar seu lucro monetário. Já o empresário não está preocupado com a quantidade de produto que é vendida, mas sim em quanto ele receberá pela venda. Neste cenário, a firma não sofre de ilusão monetária: qualquer oportunidade de melhorar suas chances em multiplicar sua

riqueza será aproveitada. O lucro monetário da firma é baseado no trabalho conferido pela moeda, ou seja, para pelo menos uma classe, a moeda possui importância “real”.

- b) Decisão: tendo em vista que as firmas oferecem trabalho e os trabalhadores são seus focos de consumo, o poder de decisão não é dividido de forma igualitária em uma economia capitalista. Assim, as firmas detêm o poder de decisão tanto do mercado de trabalho quanto do de capitais.
- c) Não pré conciliação de planos: como não há nenhuma entidade responsável por decidir e informar às firmas o que deverá ser produzido, elas o fazem tendo em mãos apenas as expectativas do mercado. Como o processo produtivo toma tempo, o que se é lucrado é dividido entre os vendedores, que gastam muito pouco ou nada da sua renda, uma vez que é possível não gastá-la e mantê-la em sua forma líquida e adiar, indefinidamente, suas decisões. Tal decisão por parte dos vendedores é o que abre espaço, na teoria de Keynes, para as expectativas do mercado.
- d) Irreversibilidade do tempo: na maioria das teorias econômicas, o tempo é tomado como se fosse um espaço, em que se pode movimentar para qualquer direção, ou seja, os produtores são capazes de “ir ao futuro”, ver se suas decisões foram as melhores e, se não, voltar e tentar novamente. Os pós-keynesianos são da ideia de que há um momento em que uma decisão chamada de “crucial” é tomada e esta tem a característica de ser irreversível. Assim, o tempo passa a ser unidirecional, a não ser que a firma esteja disposta a grandes perdas e tem há o fato de que a situação inicial, de quando se tomou a decisão crucial, não pode ser resgatada. É aqui que se introduz o sentido de incerteza.

Aqui, a incerteza tem grande importância no que se refere a como as firmas agem em face a ela; é por conta da incerteza que novas estratégias são pensadas e estas se tornam racionais. Sempre pensando que as firmas produzem apenas pelo lucro monetário, é por conta da incerteza que as firmas tentam evitar grandes perdas por conta de decisões cruciais irreversíveis. As estratégias mais importantes de serem avaliadas são a preferência pela liquidez e o comportamento convencional e é o fato de que as teorias clássicas e neoclássicas não levarem em consideração o conceito de incerteza uma das principais críticas a elas. Keynes não entra e muitos detalhes quanto ao caso da incerteza no curto prazo, apenas diz que a incerteza se torna quase endógena em um processo que a revisão de expectativa é contínua e gradual. Na para o

longo prazo, um ponto importante a se considerar é a questão do investimento, em que grandes valores teriam que ser usados ter uma quantidade suficiente de informações sobre o futuro.

Propriedades da moeda: pós-keynesianos dão muita importância aos contratos, pois é a partir deles que se pode explicar como a moeda deixa de ser vista apenas como um meio de circulação e passa a se tornar um meio de medida e de liquidação. Nos contratos estão explícitos preços de insumos, custos de processos de produção, margem de lucro. Tais pontos explicitados nos contratos somados com as expectativas explicam a racionalidade do sistema de cálculo capitalista. A moeda é a reserva de valor e unidade de medida de tais contratos e, é com essa introdução do novo papel dela que muda seu status econômico. Por outro lado, quanto maior o número de operações regidas por contratos, maior a quantidade de preços futuros se conhece; esses contratos cobrem o custo da força de trabalho, estabilizam a mão de obra, estabilizando também, o consumo.

Levando em consideração os principais pressupostos desta teoria, pode-se discutir outro ponto importantíssimo para os pós-keynesianos: a liquidez. A moeda, ao se transformar em unidade de medida através da liquidação de contratos, passa a ser também um ativo cuja liquidez torna-se ponto de comparação com outros ativos. A liquidez de um ativo deve ser medida pela rapidez que o seu detentor consegue transformá-lo em dinheiro e pelo fato de ele ter poucas variações quanto ao seu valor inicial (Chick, 1983).

A liquidez é a propriedade da moeda que tem mais ênfase na análise dos pós-keynesianos, uma vez que é ela que, quando liquidada, garante a entrega dos contratos. Um outro ponto importante é que a liquidez de um ativo é mais facilmente percebida em um mercado organizado, função designada pelos *market makers*. Tendo isso em mente, a moeda é um conjunto de ativos que engloba a moeda legal e todos os seus substitutos perfeitos - aqueles para os quais existam mercados à vista e que permita a conversibilidade imediata a taxas de câmbio fixas pelos *market makers* -; sendo assim, consideram-se como moeda os depósitos à vista.

A criação da moeda é outro ponto na pesquisa pós-keynesiana. Ela pode ser criada por agentes privados se estes possuírem apoio institucional dos *market makers*. Segundo Minsky (1982), a moeda é criada por banqueiros e destruída pelos devedores ao quitarem suas dívidas. Apesar dessa

liberdade de criação, é necessário que exista uma autoridade monetária que controle o estoque total de moeda. Finalmente, conclui-se que, para os pós-keynesianos, a moeda pode ser criada de duas maneiras: através da autoridade monetária para ordenar a economia ou pelos agentes privados que são incentivados pela perspectiva de lucro. A interação entre esses três personagens - autoridade monetária, instituições financeiras e o público -, é o que rege o sistema monetário.

A criação da moeda surge por conta de motivos de demanda, os quais Keynes (1937) citou:

- a) A demanda para realizar transações, onde estão incluídas as despesas das famílias e as despesas com produção das firmas;
- b) A demanda baseada na incerteza, a qual pode ocorrer por dois vieses: o motivo precaução, quando o demandante quer se proteger de mudanças na taxa de juros; ou o motivo especulativo, quando o demandante quer lucrar com as mudanças na taxa de juros.

O motivo precaução para se demandar moeda pode ser determinado como sendo um meio termo entre a demanda transacional e a demanda especulativa. De acordo com Keynes, existindo um provável investimento, o agente irá poupar seu dinheiro para que possa gastá-lo em uma data futura. Concomitantemente, surge uma demanda por saldos inativos que, caso não realizada, irá pressionar disponibilidade de moeda para os motivos anteriores.

Um ponto da maior importância ao estudar o pós-keynesianismo é o papel da moeda na economia. Ao contrário da teoria ortodoxa, aqui a moeda reage à demanda agregada e é considerada não neutra. Essa não neutralidade é permitida e explicada pela preferência pela liquidez. É preciso considerar o fato de que há sempre uma alternativa à propriedade de ativos de capital real, especificamente a moeda e débitos. As decisões cruciais que circundam as tomadas de decisão são guiadas pela incerteza, o que traz a não neutralidade da moeda à tona.

Como explicar a gênese de uma crise utilizando a teoria pós-keynesiana? Entende-se, nessa visão, que os mercados financeiros são inerentemente instáveis e que as crises são fenômenos naturais do sistema capitalista. O modo como os mercados são institucionalizados influencia as possibilidades

de se ter um ambiente propício a especulação. Logo, quando a incerteza é muito grande, os agentes econômicos postergam suas decisões de investimento e consumo, o que afetará diretamente os níveis de produto e emprego da economia real. Ao contrário do que acredita a teoria neoclássica, a qual diz que os mercados são todos eficientes e que as crises ocorrem por motivos exógenos.

Ao passar por momentos de grande otimismo, há um aumento na especulação, uma vez que os agentes começam a tomar decisões mais arriscadas. Tal movimento, pode levar a economia de um estágio de euforia a situações de crashes, o que pode vir a afetar a economia real, influenciando níveis de salário e emprego.

Segundo Oreiro (2000), para que um mercado seja “eficiente” é necessário que os preços reflitam todas as informações possíveis que os agentes econômicos têm acesso. Já para os pós-keynesianos, os mercados funcionam a partir da maneira pela qual os agentes formam suas expectativas e tomam suas decisões sob a incerteza.

Como são explicadas as “bolhas” sob as duas visões? No caso dos neoclássicos, as “bolhas” só existem a partir de situações muito especiais, como, neste caso, a diferença entre os preços dos ativos e seus valores reais. De acordo com Oreiro (2000), “a abordagem convencional para ‘bolhas’ nos preços dos ativos pressupõe que seja possível distinguir a parcela dos preços desses ativos associada aos fundamentos (expectativas dos agentes a respeito dos dividendos futuros) e a parcela que não depende desses fatores”. Já para os pós-keynesianos, baseando-se novamente no funcionamento dos mercados, as “bolhas” acontecem por conta do aumento de confiança dos agentes e aumento do grau de fragilidade financeira, o que torna a economia suscetível às crises.

As crises de demanda efetiva e desemprego decorrem do fato de a moeda exercer um papel essencial na economia, seja ele legitimar os contratos, tornando-se uma ligação entre o presente e o futuro, dado o papel da moeda na economia. Sendo assim, aqui as instituições financeiras têm um papel muito mais importante na economia do apenas “intermediadores” entre investidores e poupadores (Oreiro, 2000).

Como dito anteriormente, as “bolhas”, segundo a visão pós-keynesiana, ocorrem quando há um aumento no preço de mercado de determinado ativo financeiro em relação ao preço de oferta de bens de capital. Essa diferença de preço é explicada pelas flutuações cíclicas dos níveis de renda e de emprego, as quais ocorrem nas fases de expansão econômica. Tais flutuações ocorrem,

principalmente pela diminuição da preferência pela liquidez e pelo aumento da confiança dos bancos e firmas. Isso, por sua vez, leva a um aumento de crédito dos bancos e aumento do preço de demanda dos bens de capital, o que resulta em um aumento no investimento. Seguidamente, por conta do efeito multiplicador, há um aumento da renda e lucros e, conseqüentemente, na propensão a consumir. Logo, entende-se que as famílias estão poupando menos – diminuição na preferência pela liquidez -, o que aumenta a quantidade de ativos financeiros no mercado. Tudo isso aumenta o grau de endividamento durante o boom da economia, o que, por sua vez, aumenta o grau de fragilidade da economia (Oreiro, 2001).

É aqui que podemos inserir a teoria de Minsky, a qual demonstra que o sistema capitalista possui causas endógenas estruturais propensas a crises. Tal teoria baseia-se no fato de que o investimento é um processo do tempo e que o comportamento da economia está associado a sua estrutura de financiamento, uma vez que este determina o investimento e, portanto, o emprego, produção e lucros (Minsky, 1986).

3. A crise do *subprime*

Nos anos que precederam a crise, os Estados Unidos, no final da década de 1990 e início de 2000, passaram por uma piora nos seus resultados de balanço de pagamentos, tornando-se o principal devedor líquido global por conta de um grande déficit em suas transações correntes. Assim sendo, aumentaram as instabilidades internas na economia estado-unidense, o que forçou a busca de novos mercados especulativos, como, por exemplo, o promissor mercado de hipotecas (Carvalho, 2008).

Com a saída das instituições financeiras em favor de mercados desregulamentados, houve um aumento na competição, o que resultou em uma diminuição nos lucros bancários e, por conta da expansão do mercado, abriu-se espaço para maiores fragilidades financeiras. Com a nova reestruturação bancária, agora com objetivo de criar uma relação de longo prazo entre as instituições financeiras e seus clientes através da avaliação de projeto dos emprestadores e sua viabilidade futura, e administrar e reavaliar essas operações de crédito, novas práticas surgiram (Dymski, 2008):

- a) Aumento da quantidade de empréstimos apoiados por mercados secundários e na inclusão de segmentos pequenos e de baixa renda;
- b) Políticas predatórias, ou seja, o foco passou a incluir mercado que antes eram excluídos (baixa renda, desempregados), através de altas taxas e penalidades;
- c) Aumento dos preços dos ativos, possibilitado pelas securitizações de alto risco.

As hipotecas do tipo *subprime* são aquelas que já não eram mais regidas pelas GSEs (*Government Sponsored Enterprises*) e passou a incluir a parcela da população sem renda, sem emprego, sem ativos que seriam utilizados como garantia para o empréstimo tomado e sem histórico de crédito no sistema financeiro que comprovasse a confiabilidade do tomador. Assim, passou-se a utilizar modelos estatísticos que predizem o comportamento das pessoas levando em consideração dados de séries temporais e considerando tudo o mais constante. Como os Estados Unidos seguiam com uma economia relativamente constante, com duas recessões que foram rapidamente resolvidas, o alto risco que normalmente seria acarretado a parcela da população sem renda, sem emprego e sem

histórico de crédito, foi ignorado (Carvalho, 2008).

O problema agora seria convencer as pessoas que tomar um empréstimo era uma boa decisão. Um dos principais artifícios utilizados para isso foi o ARM (*adjustable-rate mortgages*), em que as taxas de juros cobradas no início da operação eram muito baixas e depois de alguns anos, reajustadas drasticamente. Foi exatamente essa falsa ideia de que havia a possibilidade de liquidar os empréstimos tomados que iniciou a crise no final do ano de 2006.

O mercado imobiliário, assim como a economia estadunidense, começa a apresentar uma diminuição no seu crescimento, ocasionada exatamente pelo excesso de oferta, uma vez que a taxa de juros se manteve, ou seja, os bancos não criaram dificuldades de acesso ao crédito, o que também poderia explicar a desaceleração do mercado imobiliário.

A economia norte-americana já não apresentava mais os mesmos números no final de 2006 que apresentou no início da década de 2000 e, com o reajuste das taxas, as pessoas passaram a não conseguir pagar mais seus empréstimos e, conseqüentemente, aumentaram a inadimplência do sistema financeiro. Essa situação de risco de crédito acabou por acarretar um risco de liquidez, tendo em vista que os investidores se viram em uma situação em que, inicialmente, foi aplicada uma visão muito mais otimista do que a refletida pela realidade; isso desencadeou um processo de tentativa de venda em massa dos papéis, porém não havia quem os comprasse, daí o risco de liquidez.

O aumento da desconfiança acabou contagiando as outras instituições financeiras e outros mercados, já que a grande maioria deles fez esse tipo de investimento. Tal movimento inicia o que podemos falar foi a terceira fase da crise: a patrimonial. O fato de que não se conseguia dar fim aos papéis fez com que essas companhias se tornassem expostas de um jeito ou de outro e com os *subprimes* perdendo valor ou se tornando falidos, fazendo o capital diminuir bruscamente (BIS, 2008).

O resultado desse movimento foi que as instituições financeiras “sobreviventes” testemunharam um baque em suas contas, porque tiveram de absorver os resultados negativos das demais. Assim, passou-se a oferecer menos crédito, não havia mais capital de giro viável e os consumidores passaram a gastar menos com bens duráveis. É aqui a ligação das conseqüências da crise com a economia real: o desemprego aumentou, o crescimento econômico diminuiu e o país passou a

encarar o fato de que uma recessão seria um fato muito provável.

Já no ano de 2008, a situação das instituições financeiras tornava-se mais precária: um anúncio do banco europeu *BNP Paribas* de congelamento de 2 bilhões de euros causou histeria em massa no mercado. As bolsas de valores apresentaram quedas muito altas nos seus índices até que os bancos centrais dos Estados Unidos, Europa e Japão injetaram mais dinheiro na economia. Desse ponto em diante o mercado passa a retratar um cenário de incerteza e desconfiança cada vez maior, com o agravante da liquidez diminuindo. Mesmo com a intervenção do Banco Central americano e do Federal Reserve, as duas premissas mais importantes para o funcionamento do sistema financeiro encontravam-se comprometidas: a liquidez cada vez mais restrita e a confiança dos agentes cada vez menor.

O que pode explicar esse efeito que acabou atingindo a grande maioria das instituições financeiras é o fato de que há uma mistura dos ativos dos bancos, no sentido de que eles mantêm ativos de outras instituições financeiras em seus portfólios e quando um banco quebra, isso atinge todos os outros. Assim, por conta do fato de que os títulos privados estavam demonstrando perda de valor, a decisão dos investidores foi de seguir para uma rota mais segura vendendo estes e comprando títulos públicos, o que fez a desvalorização aumentar ainda mais assim como a fragilidade das instituições financeiras perante o sistema financeiro no final de 2008 (Gontijo; Oliveira, 2011, p. 69).

Após a quebra do banco *Lehman Brothers* no dia 15 de setembro de 2008, conhecida como segunda-feira negra, juntamente com a publicação dos orçamentos esqueléticos das empresas Fannie Mae e Freddie Mac, a crise tornou-se um fenômeno mundial. A importância desses dois eventos se dá porque, no caso Fannie Mae e Freddie Mac, o governo se viu obrigado a injetar US\$ 200 bilhões de dólares e estatizá-las, enquanto que no caso do *Lehman Brothers*, o Tesouro Nacional permaneceu irredutível em oferecer qualquer tipo de assistência para recuperar sua carteira.

Poucos dias após o dia que ficou conhecido como segunda-feira negra, o Congresso Nacional Norte-Americano decide criar planos para tentar resgatar o sistema financeiro. O primeiro deles, conhecido como Plano Paulson – Henry Paulson era secretário do Tesouro Nacional a época e principal contribuinte ao plano –; sua ideia principal era de comprar os ativos tóxicos em uma tentativa de resgatar a confiança dos agentes. No entanto, houve muitas críticas, tendo em vista que pontos importantes não foram endereçados, como imunidade aos funcionários do Tesouro e

gestores dos títulos independentes das suas condutas no período, aumento no teto de gasto do governo para 6%, o que passaria a representar 75% do PIB norte-americano (Gontijo; Oliveira, 2011). O Plano foi rejeitado na Câmara, o que não ajudou o mercado quanto às suas expectativas e muitas empresas passaram a achar que as instituições públicas não ofereceriam apoio aos bancos privados.

Em seguida, veio a Lei de Estabilização Econômica de Emergência de 2008, a qual, baseando-se no Plano Paulson e adicionando alguns ajustes, foi aprovada pelo Senado e tinha como principais pontos (Gontijo; Oliveira, 2011):

- a) Um teto para compra dos ativos tóxicos, que teria uma parte liberada de imediato, outra parte ficaria a cargo do Senado liberar de acordo com o sucesso do programa e ainda uma última parte que ficaria sob custódia do presidente, que teria livre arbítrio para utilizá-lo como quisesse;
- b) Aumento das garantias dos depósitos para 150%, com o objetivo de assegurar a liquidez e confiança dos investidores;
- c) Criação de um Conselho de Supervisão do Programa.

Apesar de a Lei complementar o Plano Paulson, muitas críticas foram feitas e o mercado continuou reagindo de forma ruim: as bolsas europeias oscilaram muito, registrando quedas de até 10%. Os pontos mais criticados eram o fato de que a Lei se comportava como uma solucionadora do problema da liquidez e não procurava evitar a causa dela; por isso, o outro ponto foca na contínua falta de confiança nos bancos em realizarem empréstimos interbancários e, por último, o tempo de implantação das medidas era longo (Gontijo; Oliveira, 2011). Tendo em vista que os resultados dos planos mencionados anteriormente não se mostraram satisfatórios, o premiê britânico, Gordon Brown, cria outro grupo de medidas que buscavam a compra de 50 bilhões de libras de ações dos cinco maiores bancos do Reino Unido, com o objetivo agora de oferecer maior folga as instituições. Fora a compra de ações, seriam disponibilizadas quantias para o refinanciamento de dívidas e outra quantia para garantir empréstimos interbancários. Essas ações criaram uma situação de melhora na confiança dos bancos no que se refere às suas solvências, porém não impulsionaram as expectativas dos agentes, o que refletiu ainda em baixos índices das maiores bolsas de valores do mundo. Sendo assim, algumas das maiores economias do mundo resolveram baixar suas taxas básicas de juros, o

que, somado a compra dos ativos tóxicos por parte do governo norte-americano, tornou-se o conjunto de ações que trouxe a confiança dos investidores de volta a alta, refletindo nos resultados das bolsas de valores (Gontijo; Oliveira, 2011).

4. A crise no Brasil

No Brasil, a partir do início dos anos 2000, houve uma mudança no cenário de política econômica do novo governo, assim como um contexto internacional favorável ao aumento de concessões de crédito. Com essa mudança no contexto macroeconômico do país, houve um aumento da expectativa da baixa da taxa básica de juros, o que levou a expectativas do aumento de renda das famílias, tendo como consequência direta a maior concessão de crédito pelos bancos (Freitas, 2009).

Segundo Araújo e Gentil, a crise do *subprime* atingiu a economia brasileira através de três principais canais: a balança comercial e a conta de capital e financeira, o sistema financeiro e, finalmente, o impacto que a crise apresentou nas expectativas dos agentes. O primeiro canal é explicado pelo fato de que houve uma queda nos preços das *commodities* por conta da desaceleração da economia mundial, que por sua vez causou uma queda nos preços e acabou afetando as exportações. No que diz respeito às contas financeira e de capital, o que aconteceu foi uma fuga de capital, com o objetivo de repatriar seus lucros, por parte das grandes empresas ao perceberem a contração da liquidez internacional, resultando em *déficits* nas contas mencionadas. Além de representar um dos pilares dos efeitos da crise no Brasil, a fuga de capital acabou desencadeando queda nos preços dos títulos e consequente queda nos índices da bolsa de valores brasileira, assim como uma forte desvalorização cambial.

O segundo canal, o sistema financeiro, é explicado a partir do fato de que, apesar de os títulos *subprime* não apresentarem grande relevância nas carteiras dos grandes bancos por conta pela preferência por títulos públicos, os bancos menores, por sua vez, utilizavam-se de estratégias mais arriscadas para a captação de recursos através da emissão de Certificados de Depósitos Bancários (CDB) vinculados a contratos de derivativos cambiais (IEDI, 2009) e (Freitas, 2009). Devido à desvalorização do real, as empresas de grande porte encolheram suas atividades no Brasil, a fim de cobrirem prejuízos em suas matrizes (Araújo; Gentil, 2011). Adicionalmente, empresas do setor produtivo sofreram por conta da desvalorização do real, tendo em vista que, apesar do período de valorização que aconteceu entre 2005 - 2007, o ano de 2008 resultou em grandes prejuízos a essas empresas (Oreiro, 2008). As principais atingidas foram aquelas que atuavam com *commodities* e

derivativos. A criação de novas operações de empréstimo foi dificultada, uma vez que o mercado internacional cortou o financiamento para emissão de títulos. Segundo Afonso (2010, p. 179), o Real foi a moeda que mais sofreu com as oscilações do câmbio por conta da fuga de capital e a falta de crédito afetou, principalmente, o setor de exportações, enquanto as perdas dos bancos que operavam com derivativos cambiais levaram a uma paralisação quase completa do crédito e restrição da liquidez. Empresas de grande porte como Sadia e Votorantim e exportadoras viram suas posições em um mercado consolidado pela valorização cambial acabar em prejuízo, tendo em vista que acreditavam que não haveria uma depreciação tão profunda da moeda brasileira. As principais afetadas foram as que operavam com *commodities* que, como mencionado anteriormente, foi um mercado que sofreu com a queda de preço e de demanda.

O terceiro e último canal, o das expectativas, se baseia em uma soma dos motivos anteriores, onde a perda da confiança por parte dos bancos os fazem contrair a oferta de crédito, adiando as decisões de gastos das empresas e famílias (Araújo; Gentil, 2011). Essa incerteza levou a uma aversão ao risco e a contração no crédito. Essa contração ocorreu, principalmente, pela convergência desses três canais e pela incerteza quanto a crise do *subprime*, o que fez com que bancos nacionais e estrangeiros cessassem o desembolso de crédito e houvesse um aumento da preferência pela liquidez. Por esse motivo, as instituições financeiras privadas passaram a ser mais seletivas sobre seus clientes e operações, preferindo conceder crédito com maior liquidez e menor risco. Para contrabalancear esse movimento, as instituições públicas passaram a oferecer taxas de juros mais baixas e aumentaram seus níveis de crescimento de 20% no início de 2008, para 40% no final do mesmo ano. Com isso, iniciou-se uma crise de liquidez, a qual demonstra o comportamento pró-cíclico dos bancos, ou seja, em momentos de crise e/ou aumento da incerteza, os bancos preferem contrair a sua concessão de crédito e aumentam a preferência pela liquidez (Paula, 2012).

Diante da situação em que se encontrava o cenário econômico mundial decorrente da crise do *subprime*, do cenário internacional e aos já mencionados efeitos na economia brasileira, o governo lança algumas medidas anticíclicas para combater ou, em certos casos, amenizar esses efeitos. Os principais aspectos dessas medidas são: a) intervenção do Estado; b) garantia a liquidez e o fluxo de crédito contínuo; c) evitar a falência de empresas e instituições financeiras; d) evitar a queda mais brusca da expectativa dos agentes econômicos; e) através de investimentos e estímulos aos consumos, preservar e estimular o nível de atividade, renda e emprego (Ramos, 2015).

Enquanto as instituições financeiras privadas estavam contraindo seus financiamentos e seguindo por um caminho de preferência pela liquidez, as instituições financeiras públicas agiram como “rede de segurança” para o sistema financeiro. As instituições que apresentaram maior participação nessa agenda foram a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), sendo a agenda o suprimento de crédito no mercado brasileiro (Araújo; Gentil, 2011, p. 13 – 14). Logo, as instituições públicas tiveram um comportamento anticíclico.

As ações tomadas por esses bancos foram as flexibilizações nas taxas de juros e condições para tomar empréstimos; foram compradas instituições privadas inteiras ou a maioria das suas ações, como ocorreu com o Banco Votorantim. Com isso, o saldo devedor das instituições privadas, que vinha crescendo desde antes de 2008, permaneceu praticamente estável, enquanto as instituições públicas apresentaram aumentos de mais 80% nos seus resultados no final do ano de 2009 (Almeida, 2010).

O que significou essa ação por parte dos bancos públicos? A partir do momento em que os privados passaram a contrair seus financiamentos e causar um “empocamento” da liquidez, os públicos passam a evitar um colapso do sistema financeiro brasileiro evitando uma crise de crédito, não só pela queda nos financiamentos, mas também pela falência de grandes empresas e pela diminuição na liquidez. Como mencionado anteriormente, os bancos públicos compraram as carteiras de bancos privados que apresentavam dificuldades nas carteiras de crédito, o que se apresentou como uma medida de sucesso para aumento da liquidez e diminuir a incerteza sobre a liquidez dos bancos brasileiros. De acordo com Carvalho, Oliveira e Tepassê, essa proatividade dos bancos públicos significou que o Banco Central não tivesse que atuar como prestador de última instância.

O aumento da oferta de crédito coube a cada nicho dos bancos públicos: o Banco do Brasil atuou, principalmente, facilitando o empréstimo para pessoas físicas e jurídicas, diminuindo taxas e custos de captação, por exemplo; adquiriu bancos de menor porte e finalizou outros processos de aquisição (Mendonça; Deos, 2012). Já a Caixa Econômica teve maior impacto no crédito imobiliário, também seguindo a mesma ótica de diminuir taxas de juros, porém também apresentou impacto ao facilitar empréstimos para pessoas físicas e jurídicas. O papel do BNDES foi muito importante no sentido de evitar uma queda maior ainda nos investimentos produtivos, uma vez que sua principal função

é a de fomentar novos investimentos. Sua atuação aconteceu através do apoio oferecido a grandes empresas brasileiras para que estas pudessem absorver aquelas que estavam com problemas. Devido aos efeitos da crise no mercado internacional, atuação do BNDES está fortemente ligado ao PSI (Programa de Sustentação de Investimento), cujo objetivo era exatamente garantir e preservar investimentos internacionais. No final de 2010, os recursos desembolsados pelo BNDES representavam 20% da conta de formação bruta de capital fixo (FBKF) e atingiram principalmente os setores de agropecuária, indústria de transformação e infraestrutura (transportes e construção civil) (Mendonça; Deos, 2012).

A participação desses bancos no cenário de crise, no final de 2010, representou um aumento da participação dos bancos públicos no mercado de crédito total, o que significa que tomaram espaço dos bancos privados e ainda contribuíram para o aumento da oferta de crédito no sistema financeiro. Essa expansão de crédito causou, na população, um aumento na sua capacidade de consumo: famílias passaram a ter a capacidade de comprar bens de consumo duráveis, enquanto que às empresas foi possível evitar a falência e demissões, além de aumentar os investimentos (Lacerda; Oliveira, 2013).

Por fim, destaca-se que a atuação anticíclica dos bancos públicos foi um dos principais motivos que amenizaram os efeitos da crise na economia brasileira. Foi por conta dessas ações que foi possível garantir a estrutura do sistema financeiro, garantir a liquidez e ainda fazer que houvesse demanda agregada. Tomando em conta as flexibilizações das suas taxas e condições de financiamentos, os bancos também evitaram um maior movimento de insolvência de famílias e empresas. Após o início da crise no Brasil, os bancos públicos, em conjunto com os programas do governo de financiamento, como o Minha Casa Minha Vida e o PSI, serviram para atrair investimentos para o setor privado. Consequentemente, isso refletiu tanto para diminuir a incerteza e aumentar a confiança no país (Lacerda; Oliveira, 2013).

A atuação anticíclica do setor bancário, expõe claramente o viés keynesiano e minskyano adotado pelo governo brasileiro: contração do volume de empréstimos pelos bancos privados, criação de linha de empréstimo pelos bancos públicos, autorização de compra daqueles bancos que apresentavam carteiras de crédito problemáticas (Paula, 2008).

No que se refere a parte da política fiscal, para combater a crise, as medidas adotadas seguiram

uma fórmula que segue à regra a teoria de Minsky e Keynes. Keynes citava os gastos do governo como a melhor forma de impulsionar o grau de atividade econômica em economias de mercado, uma vez que o ponto principal da política fiscal é o gasto público, mais especificamente, os investimentos. O raciocínio é que os gastos do governo são compras de bens e serviços, o que influencia empresas (produção) e as famílias (consumo) e causou um aumento na produção das empresas. A receita, por sua vez, atua sobre a demanda agregada no sentido contrário: o pagamento de impostos representa um capital que poderia ser utilizado pelo setor privado, porém que é pago ao governo e não investido na compra de bens e serviços. Outro ponto importante na teoria keynesiana é que, para Keynes, a política fiscal deveria ser utilizada como uma estratégia para mitigar efeitos de uma possível crise de demanda e não como forma de tentar consertá-la após o fato. Tal feito, teoricamente, deveria ser atingido por meio de medidas anticíclicas, contraindo o gasto nos períodos de expansão econômica, e aumentando-o em períodos de queda na demanda agregada.

Em uma situação de crise em que a política fiscal é baseada em déficits, essa, para Keynes, deve ser a pior das hipóteses. Nesse caso, a política monetária deve agir concomitante à política fiscal, no sentido de que ambas devem atuar de forma expansiva. Segundo Carvalho (1999), caso ocorra uma situação de armadilha da liquidez¹, apenas uma política monetária expansiva seria capaz de tornar possível a ação de uma política fiscal expansiva, já que os títulos públicos, agora com taxas muito altas que representam o aumento pela preferência pela liquidez, ficarão na carteira do banco central.

No Brasil, as medidas de política monetária utilizadas foram até que tardias, considerando que os primeiros efeitos da crise foram sentidos no final do ano de 2008, porém a redução da taxa SELIC pelo COPOM só aconteceu em 2009. Esse movimento teve como consequência a queda da taxa básica de juro dos Brasil caísse 4 pontos percentuais, saindo do patamar dos 13% para menos que 9%, no entanto, os efeitos dessa diminuição são sentidos de médio a longo prazo, logo não agiram, diretamente, em conter os efeitos da crise, mas sim em ajudar na recuperação da economia após ela.

¹ Segundo Carvalho (1999), a armadilha pela liquidez ocorre quando a taxa de juros cai até um certo patamar onde a preferência pela liquidez torna-se absoluta, ou quase absoluta. Quando esse fenômeno ocorre, mesmo havendo um aumento da oferta monetária, a tendência é o entesouramento da moeda.

Outra medida anticíclica foi a manutenção dos programas de investimento, como o Plano de Aceleração ao Crescimento (PAC), que se enquadra como gasto público, ou seja, mesmo durante a crise, foi mantido um padrão de gasto antes mesmo desta começar. Sendo assim, mesmo o governo não tendo escolhido aumentar o investimento nesse setor, também não houve cortes, o que impulsionou a taxa de investimento na economia (Barbosa, 2013). O PAC tinha como objetivo investimentos nos setores logísticos e energéticos, como na produção de petróleo na camada de pré-sal pela Petrobrás. Outros programas como o Minha Casa, Minha Vida tiveram objetivos semelhantes, porém este, especificamente, atingiu o setor imobiliário. Foi por conta desses programas do governo que houve um aumento considerável dos investimentos públicos em diversos setores da economia, além de haver um bom crescimento pelo setor privado. Como consequência, tais aumentos representaram um fomento para a demanda agregada, assim como para evitar o aumento no índice de desemprego (Afonso, 2010).

Manteve-se a opção de aumentar em 12% os salários dos funcionários públicos no ano de 2009, o que garantiu o aumento real desde o governo de Fernando Henrique Cardoso. Assim, houve um impacto direto na diminuição da extrema pobreza, tendo em vista que a escolha de manter a política de aumento real do salário mínimo e não acabar com os benefícios sociais atuaram na demanda agregada, uma vez que proporcionaram renda e elevaram o consumo, contribuindo também na melhoria da distribuição de renda no país (Nassif; Feijó, 2014).

O governo tomou a decisão de utilizar-se da política fiscal para amenizar os efeitos da crise em curto prazo. No entanto, por conta da retração econômica no final de 2008, houve uma queda na arrecadação fiscal, o que somada à política fiscal de desoneração tributária e aumento dos gastos públicos, resultou em um *déficit* primário. Já no início de 2009, os resultados passaram a ser *superavitários*, porém ao comparar com o mesmo período de 2008, os resultados foram mais modestos. No ano de 2010, com a recuperação econômica, houve um aumento na arrecadação de impostos e os resultados apresentados foram melhores. Segundo Araújo e Gentil, apesar de os anos posteriores à crises terem apresentados resultados primários melhores, as medidas fiscais poderiam ter sido mais contundentes.

No que diz respeito ao mercado cambial, a atuação do Banco Central foi efetiva, teve como principais objetivos evitar que o Real se desvalorizasse ainda mais e tentar garantir a liquidez em

um certo patamar. No entanto, segundo Afonso (2010), a intervenção do BCB se iniciou de forma tardia - após a eclosão da crise e depois que o Real tinha se desvalorizado de maneira relevante. Para isso, o BCB atuou vendendo dólares, fato que foi possível devido a grande reserva internacional à época (US\$ 200 bilhões), e abrindo linhas de financiamento de curto prazo.

Fatores externos contribuíram para as mudanças que foram evidenciadas no mercado cambial brasileiro: entre os principais fatores internacionais estão a quebra do banco Lehman Brothers, que instalou um elevado grau de incerteza e, durante o tempo, causou uma queda no grau de preferência pela liquidez dos agentes internacionais; os bancos mundiais, principalmente os dos Estados Unidos, passaram a atuar injetando liquidez no mercado, o que aumentou a liquidez no resto do mundo; as taxas básicas de juros dos países desenvolvidos mantiveram-se perto de zero, o que ajudou na valorização do real. Dentre os fatores domésticos estão a manutenção em um patamar mais alto das taxas básicas de juros, que serviu de estímulo para operações de arbitragem; o fato de o Brasil ter demonstrado rápida recuperação econômica perante a crise fez com que o grau de investimento no país aumentasse, principalmente no setor de exportação de *commodities* e exportação de produtos básicos brasileiros por países de grande poder econômico, como a China (Barbosa, 2013; Lacerda, 2010).

Tais medidas causaram um aumento na entrada de dólares no mercado brasileiro, o que ajudou o real a retomar sua trajetória de valorização a partir do segundo semestre de 2009. Um ponto negativo da manutenção da valorização do real foi a queda da competitividade do Brasil no comércio internacional das exportações. Em curto prazo, a valorização da moeda ajuda no controle da inflação, porém em médio e longo prazo ela enfraquece o desenvolvimento produtivo, uma vez que, a concorrência internacional é afetada diretamente, assim com as decisões de produção e investimentos (Lacerda, 2010, p. 68).

O conjunto de medidas anticíclicas adotadas pelo governo podem ser divididas em duas fases distintas: a primeira em que o que foi feito foi uma reação direta à eclosão da crise do *subprime*, e a segunda, que constituiu em dar continuidade às medidas adotadas durante o primeiro momento e em novas ações. Essa separação no momento e no porquê de as medidas terem sido adotadas pode ser entendido como um dos motivos em que as reações do governo não foram tão contundentes quanto poderiam ter sido.

Neste primeiro momento, estão os objetivos para restaurar a liquidez e o crédito e evitar que empresas de grande porte decretassem a falência, assim como bancos de menor porte. No entanto, com o aumento do grau de incerteza, os bancos passaram a preferir pela liquidez, o que tornou as medidas não tão relevantes na manutenção da liquidez, porém serviram para evitar as falências mencionadas. O fato de o governo ter mantido a taxa Selic no patamar dos 13% foi uma medida pró cíclica, tendo em vista que as instituições financeiras tiveram preferência por ativos mais líquidos, neste caso os títulos públicos.

O grande feito que tornaram mais brandos os efeitos da crise na economia brasileira foi a atuação dos bancos públicos. A orientação do governo para que estes abrissem novas linhas de crédito, assegurando que não houvesse a insolvência em massa que deveria ter acontecido, a baixa nas taxas de juros para novos empréstimos e a permissão para que adquirissem carteiras problemáticas de bancos de menor porte ajudou a recuperação da liquidez e do crédito, impulsionando a demanda agregada através da produção das empresas e do consumo das famílias.

A segunda fase teve o objetivo de manter as ações aplicadas no primeiro momento e de implementar novas medidas para agir na recuperação da economia. Houve a baixa da taxa Selic, que ainda continuou em um patamar alto, o que garantiu a relevante atratividade dos ativos e manteve positiva a entrada de capital internacional no curto prazo, fato que teve efeito direto na valorização do real. Como já mencionado anteriormente, o programa Minha Casa, Minha Vida impulsionou o setor de construção civil, fomentando investimentos e garantindo empregos. Já no ano de 2010, o Banco Central retomou seu plano inicial de elevações na taxa Selic, ao contrário do que ocorria no resto do mundo.

5. Considerações Finais

A eclosão da crise do *subprime* em 2007/2008 nos Estados Unidos serviu para demonstrar a importância que o sistema regulatório de risco possui no mercado financeiro. A onda de crescimento econômico pela qual o mundo passava antes da crise aumentou a confiança das instituições financeiras, assim como suas expectativas. Requisitos mínimos tornaram-se mais superficiais, não levando em consideração toda a situação de um cliente como pagador e se este possuía condições necessárias para quitar seu empréstimo ou financiamento. Para amenizar os riscos que esses clientes passaram a oferecer no curto prazo, as hipotecas que apresentavam risco questionável foram absorvidas pelo sistema financeiro através de pacotes de títulos que possuíam uma avaliação de risco melhor e as mascarava. Assim, o que se achava dos ativos não era uma reflexão do que realmente estava acontecendo, já que as instituições financeiras avaliavam os ativos como um todo e não de forma individual. Essa foi uma das causas da crise (Gontijo; Oliveira, 2011).

Os efeitos da crise no Brasil foram menores do que os sentidos por países industrializados, porém a atuação dos bancos públicos e as políticas implantadas serviram para amenizar ainda mais esses efeitos. Mencionadas anteriormente, as instituições financeiras, em momentos de crise, tendem a contrair o crédito e, com isso, diminuir a oferta de moeda. Foi através de programas de fomento do governo que houve um impulso para o investimento tanto no setor público quanto no privado. Isso somado ao aumento dos gastos públicos e do nível de crédito ofertado agora pelos bancos públicos foram os responsáveis pela boa resposta à crise e pela rápida recuperação da economia, ainda que alguns autores acreditem que as ações e políticas utilizadas como mitigadores poderiam ter sido utilizadas de maneira mais contundente.

No que diz respeito ao funcionamento dos programas de fomento ao investimento, o PAC e os investimentos da Petrobrás, em um momento de retração econômica, criassem impulso para investimentos nos setores de infraestrutura e energético. Com esses dois movimentos, os investimentos nos setores público e privado não deixaram de acontecer, contribuíram para manter o nível da demanda agregada, consequentemente implicaram no efeito multiplicador e contribuíram para o nível de emprego.

Em se tratando da política fiscal, as desonerações tributárias agiram por meio da diminuição do

custo de produção e dos preços dos produtos. Com isso, ocorreu um aumento na propensão a consumir das classes mais baixas da sociedade. Dentro desse contexto, entra também o aumento real do salário mínimo, medida que já havia sido decidida antes da crise e que foi mantida, porém teve efeito a partir do ano de 2009, aliado aos aumentos dos gastos do governo com benefícios sociais apresentaram efeitos positivos no investimento e consumo das famílias.

A atuação do Banco Central do Brasil ficou efetivamente evidenciada ao tratar dos efeitos que a crise apresentou no mercado cambial. Com a tentativa de evitar a completa desvalorização do Real, passou a agir na compra de dólares no mercado à vista e na compra de real, através de *swaps* cambiais. A manutenção da taxa Selic além dos 13% se mostrou como uma medida pró cíclica mediante o conjunto de medidas anticíclicas que o governo vinha aplicando. Os diversos cortes na Selic apontaram um aumento no nível da atividade econômica e serviu como um caminho para a possibilidade de concessão de crédito, uma vez que o barateou. Apesar de ter sofrido vários cortes, o Brasil manteve uma das taxas de juros, a Selic, mais altas do mundo, o que refletiu positivamente sobre a tomada de decisão dos empresários ao realizar um investimento no país (Almeida, 2010).

Do ponto de vista pós-keynesiano, o aumento dos gastos públicos atuou mais sobre a demanda agregada do que a política fiscal de desoneração tributária, já que os agentes econômicos tendem à preferência pela liquidez em um momento de incerteza elevada, enquanto que a desoneração tributária teve seu foco mais voltado para o consumo ao aumentar a renda das famílias. Por ter se direcionado mais pela manutenção da demanda agregada e pelo impulso no investimento, pode-se dizer que o governo brasileiro direcionou suas medidas de recuperação para o empresário. Na teoria pós-keynesiana, o principal fator de restrição para o crescimento econômico e geração de emprego é a queda dos investimentos. Como ponto negativo, o corte da taxa Selic provavelmente levou os empresários a optarem pelo aumento de suas participações nos ativos financeiros ao invés de aumentarem sua capacidade produtiva, ainda levando em consideração que o nível de confiança destes continuava baixo. Isso, atrelado ao fato de que as medidas anticíclicas terem tido um efeito maior no consumo, resultou em um desequilíbrio entre essas duas tendências.

Sendo assim, nota-se que a atuação do governo brasileiro, em maior medida, respondeu de maneira eficaz aos efeitos da crise do *subprime*. As ações anticíclicas adotadas pelo governo resultaram em aumento da renda, aumento do nível de investimento, impulsionou a demanda agregada e a liquidez

da economia, e tornou o contexto econômico mais estável por meio da diminuição da incerteza.

6. Referências Bibliográficas

AFONSO, José Roberto R. **A política fiscal no Brasil no contexto da crise**. 2010. 569f. Tese (Doutorado), Universidade de Campinas, Campinas, 2010.

ALMEIDA, Júlio Gomes. **Como o Brasil superou a crise**. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA. Dossiê da crise II. 2010. P. 57 – 62.

ARAÚJO, V. L.; GENTIL, D. L. **Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional**. In: IPEA. Texto para discussão 1602. 2011.

BARBOSA, Nelson. Dez anos de política econômica. In: SADER, Emir. (org.) **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**. São Paulo: Ed. Boitempo, 2013. p. 69 – 102.

BIS. *78th Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements, 2008.

BUSNARDO, Felipe Dardani. **Crise do subprime: como a bolha imobiliária e o mercado financeiro derrubaram a economia americana em 2008, e os reflexos da crise para o Brasil**. Universidade Estadual de São Paulo, Araraquara, 2012.

CARVALHO, Fernando J. C. Políticas econômicas para economias monetárias **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro, Campus, 1999.

_____. **Entendendo a recente crise financeira global**. Dossiê da crise. 2008.

CHICK, Victoria. **Macroeconomia após Keynes: um reexame da teoria geral**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.

DYMSKI, G. A. *Is Financial Governance Feasible in the Neoliberal Era?* Reflections on the Post-War Evolution of Financial Risk. 2008

GONTIJO, C.; OLIVEIRA, F.A. **Subprime: os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil**. Belo Horizonte. Março, 2011.

KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. London: MacMillan, 1973.

LACERDA, Antonio Corrêa de. As lições da crise para o Brasil. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis; ALBUQUERQUE, Roberto Cavalcanti de. (orgs.). **Na crise, esperança e oportunidade, desenvolvimento como sonho brasileiro**. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. V. 1, p. 65 – 71.

LACERDA, Antonio Corrêa de; OLIVEIRA, Alexandre da Silva de. Financiamento do desenvolvimento econômico do Mercosul: o caso da economia brasileira. In: GADELHA, Regina Maria A. F. **Mercosul a Unasul: avanços do processo de integração**. São Paulo: Ed. EDUC, 2013. P. 499 – 521.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; DEOS, Simone. O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. In: FERRARI FILHO, F; PAULA, L. F. de. (orgs.). **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012. P. 163 – 167.

MINSKY, H. P. *Stabilizing na Unstable Economy*. Mcgraw-Hill, 1986.

NASSIF, André; FEIJÓ, Carmem. **Por uma nova convenção de política macroeconômica para o desenvolvimento com estabilidade**. Rio de Janeiro: UFF, 2014.

PAULA, Luiz F. **Preferência pela liquidez e a natureza da “crise” brasileira**. Dossiê da crise. 2012.

OREIRO, J.L. **Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana**. Revista Economia Contemporânea. Rio de Janeiro. Julho/Dezembro de 2001, p. 7 – 45.

_____. **Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros**. Curitiba: UFPR, 2008.

RAMOS, André Paiva. **O Brasil diante da crise do *subprime*: uma abordagem pós-keynesiana do conjunto de medidas anticíclicas adotadas pelo governo federal brasileiro e o desempenho da economia de 2007 a 2010**. 2015. Tese (Mestrado), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015.

SILVA, Gustavo Teixeira Ferreira da. **As crises financeiras mundiais de 1929 e 2008: uma análise comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.