



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LEONARDO MENDES CORRÊA**

**ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS EM REAÇÃO À CRISE  
FINANCEIRA DE 2008: UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA**

Florianópolis, 2013

**LEONARDO MENDES CORRÊA**

**ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS EM REAÇÃO À CRISE  
FINANCEIRA DE 2008: UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA**

Monografia submetida ao Departamento de  
Ciências Econômicas da Universidade Federal de  
Santa Catarina, como requisito obrigatório para  
obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador:** Prof. Wagner Leal Arienti

**Área de Pesquisa:** Crises e Políticas Econômicas

**LEONARDO MENDES CORRÊA**

**ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS EM REAÇÃO À CRISE  
FINANCEIRA DE 2008: UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA**

Monografia submetida ao Departamento de  
Ciências Econômicas da Universidade Federal de  
Santa Catarina, como requisito obrigatório para  
obtenção do grau de Bacharelado.

DATA: 27 / 02 / 2013

Nota Atribuída Pela Banca: 9,5

Banca Examinadora:

---

Prof. Wagner Leal Arienti (Orientador)

---

Prof. Pablo Felipe Bittencourt

---

Prof. Luiz Mateus da Silva Ferreira

Florianópolis 2013

## **AGRADECIMENTOS**

À memória de minha mãe, Letícia Mendes Corrêa, pelo amor, dedicação e generosidade incondicionais à família. Exemplo de força e paixão pela vida. Ao meu melhor amigo e pai, Luiz Capistrano Corrêa, pela confiança, e por me mostrar a importância do caráter, disciplina e bom coração em um homem. À minha irmã Lyvia Mendes Corrêa, pela dedicação e carinho constantes. E à Bárbara Muller dos Anjos, a feliz surpresa, com quem amo compartilhar minha vida.

À ciência e ao conhecimento, que nos trazem o discernimento e a prosperidade em meio à ignorância e o convencionalismo humano.

À Wagner Leal Arienti, meu professor, por estimular o estudo da macroeconomia, pela verdadeira orientação e conselhos relevantes.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

FED – Federal Reserve – Banco Central dos Estados Unidos

FMI – Fundo Monetário Internacional

BCE – Banco Central Europeu

PIB – Produto Interno Bruto

NBER - Business Cycle Dating Committee

AIG - American International Group Inc.

ANE - Associação Norte-americana de Economia.

NYT – New York Times

EFSF - European Financial Stability Facility

UME – União Monetária Europeia

HBR – Harvard Business Review

## LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

GRÁFICO 1.....	26
GRÁFICO 2.....	35
GRÁFICO 3.....	47
GRÁFICO 4.....	48
GRÁFICO 5.....	71
GRÁFICO 6.....	72
GRÁFICO 7.....	73
GRÁFICO 8.....	75
GRÁFICO 9.....	78
GRÁFICO 10.....	79
GRÁFICO 11.....	80
GRÁFICO 12.....	86
GRÁFICO 13.....	86
GRÁFICO 14.....	87
GRÁFICO 15.....	93
GRÁFICO 16.....	94
GRÁFICO 17.....	96
GRÁFICO 18.....	98
GRÁFICO 19.....	99
TABELA 1.....	70
TABELA 2.....	82

*O mundo tem demorado a perceber que estamos vivendo à sombra de uma das maiores catástrofes económicas da história moderna. Mas, agora que se conscientizaram do que está acontecendo, embora sem saber por que e como, as pessoas nas ruas estão de tal forma repletas do que talvez se revelem medos excessivos quanto antes, quando o problema ainda estava no começo e elas não sentiam o que seria uma ansiedade razoável. Elas começam a duvidar do futuro. Será que estão despertando de um sonho agradável para enfrentar a escuridão dos fatos? Ou apenas imergindo num pesadelo que passará?*

*Elas não precisam ficar em dúvida. A outra condição não era um sonho. Esta, sim, é um pesadelo que voltará com o alvorecer. Pois os recursos da natureza e a engenhosidade dos homens ainda são tão férteis e produtivas quando no passado. A velocidade do nosso avanço rumo à solução dos problemas materiais da vida não desacelerou. Somos tão capazes quanto antes de proporcionar um alto padrão de vida a todos – alto, quer dizer, em comparação com, por exemplo, 20 anos atrás – e, em breve, aprendemos a propiciar padrão de vida ainda mais alto. Não nos deixamos enganar antes. Mas, hoje estamos chafurdados em um atoleiro colossal, malversamos o controle de uma máquina delicada, cujo funcionamento não compreendemos. O resultado é que nossas possibilidades de produzir riqueza talvez sejam desbaratadas durante algum tempo – talvez durante muito tempo.*

*A Grande Recessão de 1930*

***John Maynard Keynes***

## RESUMO

CORRÊA, Leonardo M. **Análise sobre as políticas econômicas posteriores à crise do ano de 2008 em uma visão pós-keynesiana.** 2013. (106)f. Monografia – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

O presente trabalho busca apresentar e interpretar as dinâmicas econômicas acontecidas nos últimos anos na economia mundial, aprofundando os estudos nas principais economias ocidentais, como Estados Unidos e Europa. Para isso, realiza-se uma volta ao passado recente da economia para compreender os desdobramentos que criaram o contexto vivido nos dias de hoje. Baseado nas teorias da corrente econômica Keynesiana e em diversos dados e informações oficiais, o trabalho procura criar uma explicação para a maior crise econômica vivida desde a década de 1930, para então, explicar o momento pelo qual passa a economia dos principais países afetados pela crise. Analisando então criticamente quais foram as medidas de política econômica tomada pelos Governos e seus impactos na dinâmica de produção e distribuição da riqueza. Finalmente, é realizada então uma análise dos acertos e erros das políticas econômicas, interpretando-os baseados na teoria pós-keynesiana, na tentativa de se apresentar uma contribuição alternativa para a retomada do crescimento econômico e aumento do nível de emprego nas principais economias ocidentais.



## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
1.1 TEMA E PROBLEMA .....	10
1.2 OBJETIVOS .....	11
1.2.1 <i>Objetivo Geral</i> .....	11
1.2.2 <i>Objetivos Específicos</i> .....	11
1.2.3 <i>Justificativa</i> .....	12
<b>2. ALGUMAS REFERÊNCIAS DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA ÚTEIS PARA A INTERPRETAÇÃO DA CRISE FINANCEIRA E ECONÔMICA.....</b>	<b>15</b>
2.1 A Política Monetária em Keynes.....	17
2.2 A Política Fiscal em Keynes.....	18
<b>3. ACUMULAÇÃO, CRESCIMENTO E ESTABILIDADE.....</b>	<b>22</b>
3.1 Uma Nova Dinâmica De Acumulação.....	23
3.2 As Características Da Fragilidade Da Nova Estrutura De Crescimento Econômico.....	28
3.3 A Crise De 2008.....	32

<b>4. POLÍTICAS ECONÔMICAS E CRISE.....</b>	<b>44</b>
4.1 Prevenção À Depressão.....	44
4.2 Estímulos e Divergências.....	49
<b>5. A CONTROVÉRSIA SOBRE A POLÍTICA ECONÔMICA NA SEGUNDA FASE DA CRISE FINANCEIRA: A HORA DAS POLÍTICAS DE AUSTERIDADE.....</b>	<b>66</b>
5.1 Do Outro Lado Do Atlântico.....	68
5.2 Desacordos Políticos.....	82
5.3 Recuperação e a Recomendação Keynesiana.....	92
5.4 A Conjura de Atual de Curto Prazo.....	94
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>100</b>
<b>7. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO .....</b>	<b>103</b>

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Tema e Problema De Pesquisa.

Após a grande depressão econômica mundial da década de 30 do século passado, o estudo da economia passou por modificações, e a presença de novas teorias com sugestões de políticas econômicas foi evidenciada tanto nos trabalhos acadêmicos quanto nas recomendações aos governos dos Países.

Desde então, o capitalismo, como um sistema econômico dinâmico, modificou a relação entre setor privado e setor público, entre mercado e regulação governamental, entre crescimento instável e políticas de estabilização. Um longo período de crescimento com políticas macroeconômicas criam a expectativa de que os períodos depressivos tinham sido superados e a macroeconomia se preocupou com o fenômeno da inflação. Pois bem, o ocorrido em 2008, identificado como uma crise financeira e com possibilidades de se desdobrar em crise econômica profunda e ampla, exige uma nova visão sobre o problema da instabilidade das economias capitalistas e a ocorrência de crises depressivas.

No ano de 2008 deflagrou-se uma nova crise econômica financeira, que se espalhou pelo setor produtivo na economia, levando grandes economias à recessão, com redução nos níveis de emprego, renda, produção e crescimento econômico.

Nos anos seguintes, as economias nacionais mais atingidas e participantes do declínio econômico, através de seus governos e instituições, passaram a tomar algumas medidas para reverter o quadro negativo vivido até então. Passados cerca de cinco anos, muitas mudanças de cenário foram evidenciadas, e da mesma forma novos problemas e dificuldades na economia mundial ainda persistem.

O impacto da crise financeira e econômica, as possibilidades de reação à situação econômica e as políticas econômicas adotadas pelos governos foram diferenciadas entre economias nacionais. Torna-se, portanto, importante entender a diversidade de situações nacionais e procurar explicar as reações possíveis e as políticas econômicas adotadas e seus resultados em termos de superação ou neutralização do impacto da crise ou até mesmo aprofundamento e extensão da crise econômica na economia nacional.

Acredita-se que as reações e os resultados foram diferentes entre as economias nacionais não apenas pelas imposições de situações concretas, dentro da dinâmica capitalista e da institucionalidade do sistema capitalista, mas também pelas análises e adoções de políticas econômicas recomendadas por economistas e autoridades nacionais e em órgãos internacionais que seguiram visões dadas pelas teorias macroeconômicas. Como é sabido, as escolas do pensamento econômico tem divergências em suas análises da instabilidade econômica e em suas recomendações de política econômica. A crise financeira e economia de 2008 e seus desdobramentos foi cenário para um novo embate entre estas visões de economia e de sugestões de política macroeconômica. Esta divergência remonta a Keynes, sua *Teoria Geral* e as políticas econômicas keynesianas, de um lado, e a visão de superação e “morte” da teoria de Keynes frente à dinâmica capitalista e os problemas criados pela ação e intervenção governamental, de outro lado. A controvérsia se mantém, agora com os pós-keynesianos, de um lado, e um amplo espectro de teorias, identificadas como mainstream, e suas recomendações de políticas econômicas de austeridade, de outro lado.

Apesar da divergência entre as escolas ser interessante, o presente trabalho abordará apenas uma parte da controvérsia, mais especificamente relacionada às análises da crise financeira e econômica de 2008, as recomendações de política econômica e seus resultados. Como exposto mais adiante, o trabalho seguirá a visão pós-keynesiana.

## **1.2 Objetivos.**

### **1.2.1 Objetivo Geral.**

A partir de uma visão pós-keynesiana, analisar as principais causas da crise financeira e econômica de 2008, principalmente seu impacto nas economias nacionais dos Estados Unidos da América e da Zona do Euro, e as políticas econômicas adotadas e seus resultados.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Analisar o contexto e o quadro econômico que permitiu o acontecimento da Crise de 2008, que podem ser identificados como suas principais causas.

- Coletar e analisar dados e indicadores econômicos dos Estados Unidos e dos países da Zona do Euro, para descrever e caracterizar a crise financeira e econômica a partir de 2008.
- Descrever as políticas econômicas recomendadas pelas instituições econômicas internacionais, públicas e privadas, e adotadas pelos governos nacionais.
- Analisar, em uma perspectiva pós-keynesiana, as políticas econômicas adotadas pelos governos nacionais e o alcance e limites de seus principais resultados.
- Criar uma recomendação para condução das políticas econômicas no período estudado, baseado na teoria pós keynesiana.

### **1.2.3 Justificativa**

A realização desse estudo se justifica pela importância que possuem as decisões dos Governos e Agentes Econômicos sobre o presente e o futuro econômico dos países. De acordo com a pluralidade das interpretações sobre a dinâmica capitalista e sobre o papel da política e regulação econômica que cabe aos governos, há divergência na análise das causas da crise e das recomendações de política econômica para sua superação. Esta controvérsia será abordada a partir de uma visão pós-keynesiana de interpretação e crítica às análises da crise de acordo com o *mainstream* teórico e às políticas econômicas de austeridade adotadas. Existem decisões opostas acontecendo em determinados países e os efeitos estão sendo os mais diferenciados. As mudanças nas variáveis econômicas são evidentes, eleições estão sendo decididas por fatores sócios econômicos, estamos vivendo um período incerto, que influencia a vida de todos participantes do sistema econômico vigente. Este trabalho servirá como um objeto de estudo, reflexão e debate para os interessados no assunto, sendo economistas ou não. E buscará realizar uma análise crítica dos fatos, de acordo com a teoria e o estudo das Ciências Econômicas, em acordo com a teoria Keynesiana.

### **1.3 Metodologia**

O trabalho aqui apresentado surge oriundo da insatisfação com os resultados provenientes das políticas econômicas adotadas pelos principais países ocidentais após a ocorrência da Crise Financeira de 2008. A partir de evidências empíricas que

caracterizam a crise financeira e econômica a partir de 2008 em economias nacionais, será apresentada uma revisão das análises pós-keynesianas para as causas e consequências desta crise. Em sequência, haverá descrição das políticas econômicas adotadas e a crítica pós-keynesiana a seus resultados.

Na atualidade, o debate macroeconômico existente e as críticas às políticas dos principais países giram em torno das divergências entre as escolas do pensamento econômico. A escola Pós-Keynesiana constrói uma análise crítica à condução da política econômica pelas autoridades atuais que, por sua vez, estão baseadas e nos conceitos afirmados pelos economistas e integrantes do “*mainstream*” muito influenciados pelas ideias dos economistas novo-clássicos e monetaristas. Portanto, a escolha pela análise baseada na teoria Keynesiana é justificada por essa oferecer uma visão alternativa à visão hegemônica que, devido sua força política, é apresentada como única solução possível para as economias nacionais atingidas pela crise. A visão pós-keynesiana revela que há outras alternativas possíveis.

Alguns conceitos são bastante divergentes entre as escolas de pensamento, e a teoria pós-keynesiana defende que principalmente em períodos de crise e instabilidade na economia a formulação das políticas econômicas não deve se basear apenas no objetivo de conter os níveis de endividamento. A estabilidade de preços da economia e de recomendações de política de austeridade para reduzir o endividamento público e privado e o déficit governamental. Para os keynesianos, em momentos de crise depressiva, O foco da atuação do governo deve ser na tentativa de se recuperar a demanda agregada da economia, para iniciar um ciclo de volta do investimento privado e conseqüente crescimento econômico e o pleno emprego. Para isso, em determinados períodos a expansão dos gastos correntes e não correntes do governo deve acontecer, na busca de criar um quadro de reversão das expectativas dos empresários e agentes econômicos.

Com isso, através da crítica pós-keynesiana sobre o pensamento econômico do “*mainstream*”, pretende-se neste trabalho formular uma análise alternativa e mostrar as diferentes ações dos Governos que podem ser adotadas na economia deprimida que encontramos nos dias de hoje. Destacando que os objetivos do condutor das políticas econômicas deve ser maior que o atual, pois essas medidas não se mostraram suficientes para retomar o crescimento econômico sustentável e a diminuição do nível de desemprego no pós-crise.

O segundo capítulo deste estudo exibe uma breve contextualização dos principais conceitos da teoria Keynesiana, com ênfase nas recomendações de política econômica em momentos de recessão e depressão na economia.

No terceiro capítulo é apresentado um estudo sobre as mudanças na dinâmica de produção capitalista e na condução da economia pelos Governos partir da década de 1980 do século passado. Apresentando então quais foram as transformações no mercado financeiro, e o comportamento dos agentes econômicos que levaram à crise financeira. O capítulo explica também a constatação da crise econômica, com o pânico nos mercados e reversão das expectativas. Ao mesmo tempo em que informa como aconteceu o contágio dos problemas criados no sistema financeiro para a economia produtiva, levando as economias nacionais à recessão.

No quarto é apresentado ao leitor a descrição e a interpretação, com base na teoria pós-keynesiana, das principais políticas econômicas e medidas de estímulo dos Estados Unidos e países da Zona do Euro.

No quinto capítulo temos a análise da segunda fase da crise, e as controvérsias entre as diferentes medidas de política econômica entre Estados Unidos e Zona do Euro, analisando o efeito das medidas de austeridade na Europa. E para finalizar, antes das considerações finais, o capítulo traz uma seção sobre a crítica das políticas econômicas e as recomendações keynesianas para a saída da crise.

## **2. Algumas referências da teoria pós-keynesiana úteis para a interpretação da crise financeira e econômica.**

Keynes definiu as economias capitalistas como economias empresariais ou economias monetárias de produção, o que permite ressaltar que decisões empresariais sob incerteza e a existência da moeda afetam o comportamento da economia. Tomando para isso, o conceito de que em uma economia monetária a moeda não é constituída apenas como meio de troca, e sim um complexo ativo que possui a função de conter as expectativas dos agentes econômicos quanto ao futuro da economia. Porque, pelo fato de ela ser conversível e possuir o grau de liquidez máxima para saldar transações de mercadorias ou pagamentos futuros, a moeda é uma reserva de poder e valor sobre a riqueza social no decorrer do tempo. A escolha por partes de agentes e empresários de se estarem “líquidos” ou não, e reter moeda durante certo período da vida, conceituada como a preferência pela liquidez, ou demanda por moeda, é condicionada pelas expectativas deles em relação ao futuro próximo da economia, que acabarão por induzir “movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda por ativos reprodutíveis e, assim, aumentando ou diminuindo a renda gerada na produção de novos itens” (Carvalho, 1994: 47). Expectativas otimistas e financiamento podem levar ao aumento do investimento e a fase expansiva de um ciclo econômico. De outro lado, expectativas pessimistas, seja de investidores, seja de agentes financiadores, pode aumentar a preferência pela liquidez, reduzir a rolagem de dívidas e de novos empréstimos, iniciando a fase depressiva de um ciclo econômico.

Essas expectativas e escolhas racionais sob incerteza trazem constantes mudanças à economia levando instabilidades cíclicas nos níveis de produção e crescimento. É justamente esse ponto a principal preocupação e dedicação dos trabalhos de Keynes e daqueles que seguem sua teoria. As flutuações criadas por essa dinâmica, e as chamadas instabilidades cíclicas, criam diferentes situações nos níveis de emprego e renda. Os problemas dessas flutuações para Keynes são originados dos fatos de que “uma economia monetária, é essencialmente uma economia em que mudanças de pontos de vista dos agentes sobre o futuro, são capazes de influenciar o volume de emprego”. (Keynes 1964). Para amenizar a intensidade dessas “mudanças de pontos de vista sobre o futuro”, dos empresários, investidores e financiadores privados, ou seja, os agentes que possuem capacidade de influenciar nos rumos econômicos, Keynes propôs uma



nova filosofia social para resolver os principais problemas da sociedade econômica em que vivemos que seriam a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária distribuição de renda. (Keynes 1964). Nesse sentido, Keynes incorpora que

O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, seja através de seu sistema de tributação, seja, em parte, por meio da 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. (1964, pg 378,).

A recomendação de “socialização algo ampla dos investimentos” deve ser interpretada como uma recomendação de política econômica, não para a revolução socialista, que Keynes não defendeu, mas sim uma ação compensatória dos governos, através de política econômica, para impedir a queda da atividade econômica, de imediato, e retomar os incentivos ao investimento privado, em sequência. A orientação da política econômica, e a condução requerida dessas políticas por parte do Estado, sofrem influência e dependência do contexto em que se encontra economia nacional, e principalmente do entendimento da dinâmica e instabilidade das economias capitalistas e a vontade daquela que guia os rumos do sistema social, a política. Para compreender essa relação, Keynes definiu a problemática da política como sendo a necessidade de combinação entre,

Três elementos: eficiência econômica, justiça social e liberdade individual. O primeiro precisa de crítica, precaução e conhecimento técnico; o segundo, um espírito não egoísta e entusiasta que ame o homem ordinário; o terceiro, tolerância, amplitude de conhecimento, apreciação da variedade e da independência, que prefere, sobretudo, oferecer oportunidade progressista ao excepcional e ao aspirante. (apud Minsky, 1986: 8).

A política econômica keynesiana não se caracteriza por um princípio apenas de alocação de recursos e capitais, mas por um princípio diferenciação e principalmente de mobilização (Carvalho 2008). Seus objetivos devem ser os de incentivar os estoques de recursos que não são distribuídos na forma de demanda efetiva, e por consequência, da realização das expectativas dos empresários, agentes capazes de influenciar diretamente os principais indicadores de uma economia, o emprego e o aumento da renda e da riqueza.

## 2.1 A Política Monetária em Keynes

Para Keynes (1971) a política monetária deveria efetuar operações em mercado aberto com a função de administrar os níveis das taxas de juros da economia. Equilibrando e alinhando os preços relativos dos títulos e ativos que são capazes de ser usados como investimento, para fins de alocação da riqueza privada, no mercado financeiro. Todo ativo possui inerente a ele mesmo, uma taxa de juros embutida, taxa essa que serve como escolha pelos investidores para comparar as remunerações desejadas. Portanto, os investidores podem alocar sua riqueza para os ativos que lhe forem mais interessantes, pelo custo de carregamento, taxa de juros e liquidez. E quando as expectativas dos agentes enquanto ao futuro da economia forem negativas, eles podem decidir por alocarem seus recursos em ativos que não contribuem para a expansão da atividade econômica, isto por que os bens de capital são ativos ilíquidos, comparados á liquidez máxima da moeda e a liquidez dos ativos financeiros, e sua taxa de juro própria depende das expectativas de rentabilidade líquida futura.

Dessa forma, a taxa de juros básica da economia deve ser mantida a conhecimento de todos agentes e em um patamar considerado normal, conforme o comportamento dos indivíduos, como afirma Carvalho (1999) “as pessoas formam uma expectativa da taxa de juros normal e esperam que as taxas atuais gravitem ao seu redor”. Assim como as expectativas futuras da economia são incertas, o prêmio pago aos abdicadores de liquidez (taxa de juros) também, portanto os agentes econômicos estarão sempre procurando prever os rumos das taxas de juros para não arcarem com custos de oportunidades. Nesse sentido, a política monetária tem papel importantíssimo na composição dos portfólios e carteiras de investimentos dos agentes privados. Conforme sugere Carvalho,

Neste sentido que se constrói a pirâmide invertida que caracteriza a visão keynesiana da relação entre a moeda e os demais ativos financeiros [...] No vértice está a moeda legal, e sobre esse vértice se apoiam os outros ativos, em camadas sucessivas, definida cada uma pelos arranjos institucionais que estabelecem as regras de conversibilidade entre os grupos [...] e pela relação entre as taxas de retorno obtidas em cada coleção de ativos (1994: 43-44).

Como atua influenciando a liquidez dos mercados e as escolhas dos agentes econômicos, a política monetária age de maneira indireta no ponto principal do início do

ciclo econômico, a variável investimento e sua influência sobre a demanda efetiva. Os governos podem estimular os investimentos produtivos na economia com duas ações complementares de política monetária: (i) garantindo a liquidez da economia e (ii) propiciando uma taxa de juro baixa. Isto porque, quando os empresários tem boas expectativas em suas atividades produtivas, precisa de financiamento e juros baixos, isto é, abaixo da eficiência marginal do capital.

Essa política, porém, encontra limitantes quanto à sua atuação na condução dos ciclos e na reação à crises. Pois em dado momento, detentores de riqueza e investidores e financiadores podem ter um comportamento parecido, que seria o da aumento pela preferência pela liquidez. Independente da taxa de juros estipulada na economia, dada as expectativas negativas quanto ao futuro da economia, esses agentes poderiam optar por alocar sua riqueza em ativos mais liquidez e com menor incerteza, sendo em situação extrema podendo reter moeda. No caso dos agentes financiadores, como os bancos, uma aumento da preferência pela liquidez leva não somente o aumento da taxa de juros, mas também e pior, uma redução dos novos empréstimos e da renegociação de dívidas.

Então para Keynes, a política monetária apesar de muito importante, é limitada no sentido de induzir o principal aspecto a ser atuado para a criação de riqueza, a demanda efetiva. E essa não deve ser a principal ação dos Governos para estimular o crescimento. Ele argumenta que, “da minha parte, sou agora algo cético do sucesso de uma política meramente monetária direcionada a exercer influência sobre o complexo sistema da relação da taxa de juros”. (Keynes, 1964). Para ele, a política monetária é importante no sentido de ajudar no encorajamento do investimento, esse sim o objetivo mais importante de atuação da política econômica. E essa função encorajadora do investimento apresenta-se na política fiscal.

## **2.2 A Política Fiscal em Keynes**

A política fiscal para Keynes, pode ser abordada em duas esferas, a administração dos gastos do Governo e a política de tributação. Em relação ao segundo quesito, a política da tributação, possui três objetivos. Primeiro, permitir que a renda possa ser alocada de uma forma bem distribuída na economia. Segundo, aumentando ou diminuindo diretamente a renda disponível, ocasionando então um controle indireto sobre a demanda agregada. E terceiro, tornar possível a capacidade de expansão dos

gastos do Governo, necessários para estabilizar em momentos desejáveis a economia monetária da produção (Keynes 1980).

Essa administração dos gastos públicos, pode ser diferenciada em duas formas. A parte que controla os gastos correntes, e a outra, dos gastos de capital. Os gastos correntes consistem naqueles que são relacionados aos recursos aplicados na manutenção dos serviços básicos fornecidos pelo Estado à população, como saúde pública e pagamento dos funcionários relativos a essas áreas, educação da mesma forma, segurança e previdência social. Keynes (1980: 278) procura explicar sumariamente que “eu não devo objetivar alcançar a compensação das flutuações cíclicas do sistema econômico por meio do orçamento corrente. Eu devo deixar esta tarefa ao orçamento de capital”. Portanto, embora os gastos correntes ajudem na recuperação da economia, o foco de atuação principal das políticas econômicas que tentam reativar a dinâmica do crescimento econômico e a expansão da demanda efetiva devem se concentrar nos gastos de capital por parte do Governo. Portanto, Keynes nunca foi defensor de uma política de gastos fiscais exagerados que propiciassem déficits governamentais persistentes, pois defendeu orçamento corrente equilibrado.

O dispêndio de capital é aquele construído pelos investimentos produtivos realizados pelo Estado a fim de manter estável o crescimento econômico e produtivo do sistema. A realização desses investimentos deve ser feita por órgãos públicos ou parcerias com empresas privadas, desde que almeje sempre a expansão da demanda efetiva. Essa administração dos gastos públicos de capital, portanto, passam a ser um instrumento crucial de política econômica durante a fase de depressão de uma economia, com a ausência de investimentos dos empresários e investidores. Porém, a administração do orçamento de capital, não deve ser realizada apenas em momentos de necessidade de aumento da demanda agregada. Devem ser usadas também em momentos de necessidade de contenção dessa demanda, pois do contrário pode levar a economia a níveis desinteressantes de crescimento, que não seria o ideal, resultado num excesso de valorização de ativos e produtos, criando inflação. Mais uma vez, Keynes não defende a ideia de que os gastos governamentais em capitais devem sustentar a dinâmica das economias capitalistas, mas sim uma relação entre gastos governamentais e investimentos privados, de forma que quando há expectativas negativas e redução do investimento privado, os gastos do governo se elevam para recuperar ou criar novas expectativas otimistas para o futuro e incentivar uma nova onda de investimento por parte do empresários privados.

O ideal para Keynes, não consiste em ciclos de excesso e queda da produção, com booms e quedas abruptas, mas sim em um “quase boom” constante, ou seja, uma economia que mantenha seu nível adequado de crescimento, com uma manutenção na demanda efetiva e presença do pleno emprego.

O início do processo de criação e acumulação de riqueza na sociedade acontece segundo Keynes, essencialmente nas decisões de investimento para a produção. Essas decisões seriam capazes de mobilizar recursos muitas vezes ociosos ou realocados na busca pela rentabilidade em ativos não produtivos, ou ainda na forma de liquidez. Esses recursos quando realocados na forma de trabalho humano, máquinas e equipamentos seriam mais úteis à sociedade e primordiais ao crescimento econômico. Conforme Carvalho (2008), pelo efeito multiplicador que incide sobre a economia, a transferência de recursos entre os agentes econômicos no ato de investir e o ciclo de gastos originários desse processo, leva a aumentos na renda. Keynes (1980) em alguns momentos afirmava que preferiria um aumento constante e sustentado nos níveis de investimento do que uma escalada de consumo, pois acreditava que não conseguimos alcançar o ponto de saturação do capital. Sendo assim, o investimento amplia a geração de riqueza e a quantidade da mesma na economia, quando existir a possibilidade de aumento do estoque de capital.

Algo que não pode ser confundido é questão de que os gastos de capital do governo, não devem fomentar investimentos públicos rivais, mas sim complementar aqueles criados pelos investidores e empresários privados. As políticas fiscais expansionistas devem funcionar como indutoras do investimento privado, portanto, estabilizadoras das flutuações cíclicas do sistema econômico (Carvalho, 1999). Nessa dinâmica, é importante reforçar a ideia de que as expectativas dos agentes são o fator que desestabiliza o sistema econômico e é nesse ponto que devem agir as políticas econômicas, em especial a fiscal.

Em um mundo formado por variáveis imprevisíveis e não ergódicas, agentes econômicos e empresários agem guiados pelas suas expectativas e arriscam seus recursos na busca de maior rentabilidade e lucros extraordinários, na tentativa de aumentar ainda mais a quantidade desses recursos. A política fiscal deve agir na manutenção dos níveis de investimentos, responsáveis pela sustentabilidade do crescimento econômico, aumentando o nível de emprego, de renda das famílias e incentivando o consumo, gerando assim mais impostos para os governos e abrindo capacidade de planejamento e equilíbrio de seus gastos.

Neste sentido Minsky (1986:6) relata que “se o mecanismo de funcionamento dos mercados necessitarem de um bom arranjo, devemos nos organizar para constranger as incertezas quanto aos ciclos de negócios, para que as expectativas que guiam os investidores e a alocação de seus recursos possam refletir na visão de um progresso tranquilo”.

### 3. CRESCIMENTO E ESTABILIDADE.

No ano de 2003, Robert Lucas, professor da Universidade de Chicago e ganhador do Nobel Memorial Prize in Economics de 1995, realizou um discurso presidencial na reunião anual da American Economic Association em 2003. E conforme lembra Paul Krugman (2009) Lucas declarou que era hora de mudar algumas premissas da macroeconomia e a disciplina avançarem, pois segundo ele *“A macroeconomia como disciplina distinta nasceu na década de 1940, como parte da reação intelectual à Grande Depressão. O termo então se referia ao corpo de conhecimentos e expertise que, esperávamos, evitaria a repetição daquele desastre econômico. Minha tese nesta palestra é que a macroeconomia, nesse sentido original, foi bem-sucedida: o problema central da prevenção de depressões foi resolvido, para todos os propósitos práticos, e de fato foi resolvido por muitas décadas.”*. Ele afirmou que os ciclos econômicos haviam sido suavizados e argumentou que a tentativa de domesticá-los produziria ganhos pouco importantes para os níveis de bem-estar social. E dessa forma, segundo Lucas, era a hora de deslocar o foco para temas como crescimento econômico duradouro. E ele não era o único a pensar dessa forma e afirmar que o estudo para a prevenção de depressões econômicas era algo ultrapassado. Após um ano do discurso de Lucas, Ben Bernanke ex-professor de Princeton que agora atuava no Conselho do Federal Reserve e que posteriormente seria nomeado como o Presidente do FED, proferiu um discurso chamado *“A Grande Moderação”* com tom bastante parecido ao do anterior professor de Chicago. Segundo Krugman (2009) ele afirmou que a política macroeconômica moderna havia resolvido o problema dos ciclos econômicos, ou mais exatamente, *“reduzido à magnitude da questão, que agora não seria mais que mero contratempo, em vez de alta prioridade”*. O contexto político do momento era composto por notícias econômicas relativamente tranquilas e carregadas de otimismo, talvez nos últimos 90 anos o mundo nunca pareceu tão satisfeito com o desempenho das economias de mercado. Essa hipótese onde os mecanismos de mercado poderiam suavizar os ciclos econômicos e evitar problemas de crises era então o ponto em que os economistas do mainstream demonstravam confiança.

### **3.1 Uma Nova Dinâmica de Acumulação.**

Quando cientistas econômicos refletem sobre ciclos econômicos ou crises financeiras, quase sempre consideram que algo poderia ter sido feito para que pudesse ser evitado um quadro de depressão ou recessão, e que aquilo era desnecessário se houvessem os agentes se comportado de forma correta ou tomado medidas cabíveis para prevenir o quadro posteriormente acontecido. Porém, ao longo do desenvolvimento da dinâmica da produção e circulação da riqueza no sistema econômico vivenciado, o momento anterior a uma crise é de alto nível de investimento, alta rentabilidade e lucratividade do capital e as expectativas dos agentes encontram-se otimistas em relação aos investimentos, renda, consumo e futuro breve da economia.

Sendo assim, quando esse crescimento se mostra insustentável, algumas evidências surgem exibindo as fragilidades e falhas no ciclo atual vivido, revertendo então expectativas do desenvolvimento e acumulação da economia. Diante da maioria dos integrantes do sistema econômico, ele se dá de forma rápida e surpreendente, resultando então em um período de instabilidade, reversão das expectativas dos agentes e pânico nos mercados financeiros. E a partir do momento em que todos começam a interpretar ou mesmo aconselhar e debater sobre o que aconteceu e deverá ser feito, aparecem divergências teóricas, analíticas e muitas vezes o interesse que envolve o agente em questão, seja ele um profissional da área, um cientista econômico ou um tomador de decisões políticas.

Analisaremos assim as causas, desdobramentos, e os reflexos da crise econômica iniciada no ano de 2008 na principal potência do sistema econômico, os Estados Unidos da América, analisando as recentes mudanças na condução da política econômica, para depois relatar e interpretar as políticas econômicas utilizadas pelos países centrais na tentativa de reversão do quadro vivido. Encarando assim esse período de crise atual como uma “depressão”, pelo fato de vivermos um momento prolongado de fraqueza econômica e desemprego elevado, que persiste apesar do fraco porém, existente crescimento econômico.

Para explicar como ocorreu essa recente crise financeira mundial, se faz necessário uma análise do contexto vivido anteriormente ao início da crise. E sobre as características que diferenciam a condução da economia, levando a períodos de



expansões e contrações de atividade que configuram os ciclos econômicos. Nesta visão, a redução dos agregados econômicos não é vista como um fato isolado ou um impacto provocado por fatores externos à economia, mas sim como fase de um ciclo econômico, como resultado da dinâmica de funcionamento da economia capitalista, a qual a regulação econômica dos governos não conseguiu evitar com políticas econômicas anticíclicas. Há necessidade, assim, de entender as características do regime de acumulação formado a partir de 1980 na economia dos Estados Unidos.

De acordo com Thomas I. Palley (2010), a política comercial e industrial dos Estados Unidos da América após os anos de 1980 desempenhou um papel significativo no processo de mudança do regime de acumulação, alterando a composição da estrutura dos ciclos econômicos. As mudanças nesse sentido ocorreram de diferentes formas e podem ser explicadas a partir do fato do Governo Norte-Americano ter encorajado as empresas locais a moverem suas plantas para o exterior. Somado a isso, outra tendência importante foram às políticas de crescimento puxado pelas exportações adotadas pela China e outros países do leste asiático. Políticas essas que promoveram as exportações asiáticas e o investimento externo direto nessas economias, prejudicando, assim, as exportações americanas.

“O presente déficit comercial e o desprezo pela indústria são parte de um paradigma de política econômica mais amplo adotado desde 1980, o qual criou um novo tipo de ciclo de negócios. As flutuações cíclicas durante as administrações de Ronald Reagan, George H.W. Bush, Bill Clinton e George W. Bush possuem grandes similaridades entre si e são bastante diferentes dos ciclos observados antes de 1980. As similaridades referem-se ao descompasso entre o crescimento dos salários com respeito ao crescimento da produtividade, grandes déficits comerciais, inflação, perdas de emprego industrial e aumento das dívidas imobiliárias.” (Thomas I. Palley, 2010, 07-08).

Outra questão fundamental para alteração do regime de acumulação foram às presenças de períodos de crescimento elevado no valor de ativos financeiros, que por sua vez acabaram por proporcionando um quadro necessário para suportar o aumento do endividamento (mesmo que indiretamente em algumas vezes) que passou a financiar então, grande parte dos gastos de consumo. O aumento do endividamento, questão chave para análise da composição estrutural de ciclos econômicos, também foi sendo suportado pela redução dos critérios de concessão de crédito e pelas inovações financeiras que permitiram um aumento do acesso ao crédito para famílias e empresas.

Paralelamente a isso, as importações que estavam baratas passaram a atenuar os efeitos da estagnação salarial. O consumo das famílias americanas estava em alto nível, não pelo aumento de salários, mas sim pelo aumento do endividamento e pela baixa inflação permitida pelas importações.

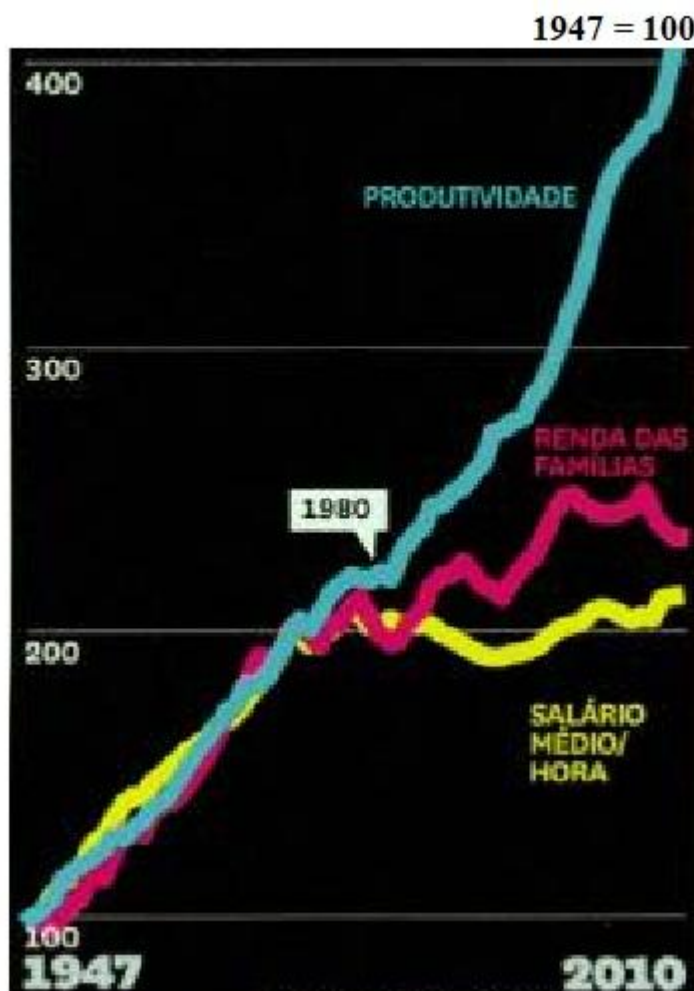
Esse padrão de acumulação alterava a composição e contrastava com os ciclos econômicos anteriores que se baseavam, não fundamentalmente no crescimento do endividamento, mas no crescimento salarial ligado ao crescimento da produtividade e na tentativa de manutenção do nível de pleno-emprego. No regime anterior, Os gastos e dispêndios, combinados com o pleno-emprego, garantiam uma demanda agregada elevada e encorajavam os investimentos como um todo na economia, o que aumentava então a produtividade, alimentando conseqüentemente, o crescimento dos salários, era o círculo virtuoso do regime de acumulação fordista do período do imediato pós-guerra até a década de 1980.

“A mudança do velho para o novo modelo de ciclo econômico foi o resultado de mudanças políticas profundas associadas à eleição de Ronald Reagan em 1980. Ela inaugurou um período no qual os negócios ascenderam e o trabalho foi rebaixado. Essa mudança foi racionalizada por economistas como Milton Friedman. O velho modelo de ciclos econômicos estava baseado numa combinação entre as inovações institucionais do *New Deal*, que fortaleceram os trabalhadores, e as medidas de administração da demanda agregada idealizadas pela economia keynesiana. O novo modelo de ciclo econômico se baseia em políticas que corroeram e redesenharam as instituições do *New Deal*, enquanto a administração da demanda foi redirecionada para a redução da inflação ao invés de assegurar o pleno-emprego. De fato, a linguagem do pleno-emprego foi descartada.” (Thomas I. Palley, 2010, 08-09).

Para ilustrar essa divergência na produtividade podemos analisar o gráfico seguinte:

Gráfico 1

## Vão entre Produtividade e Salários (EUA)



Fonte: H.B.R. Edição e Tradução próprias

Ainda de acordo com o autor, as diferenças entre os modelos de ciclo econômico posterior e anterior a 1980 podem ser fortemente ilustradas pelas mudanças na administração das políticas econômicas. Anteriormente aos anos que sucederam 1980, o quadro de déficits comerciais presentes era visto como um problema sério porque em última instância significavam uma perda das vantagens causadas pelos dispêndios da economia o que reduzia o emprego e a produção. Porém, desde 1980, o déficit comercial muitas vezes tem sido visto com um auxílio importante no controle do nível de preços da economia e também como um atenuante dos efeitos da estagnação salarial.

Essa nova maneira de administração da economia também alterou a condução da política monetária. Anteriormente aos anos de 1980, a política monetária era gerida na tentativa de se dar suporte aos mercados de trabalho, efetuando a manutenção do nível pleno de emprego e o crescimento contínuo dos salários, incentivando assim o dispêndio que induzia através das expectativas dos agentes o investimento e o crescimento da produtividade. Agora a política monetária suporta os preços dos ativos para encorajar o endividamento, ao passo que o crescimento dos salários é visto como uma ameaça para a estabilidade da taxa de inflação.

O grande problema vivido é que esse paradigma pós-1980 está esgotado na questão da continuidade de acumulação de riqueza. Após mais de 25 anos tomando crédito a um ritmo bastante elevado, muitas famílias e empresas alcançaram os seus limites de endividamento. Além disso, os preços dos ativos (especialmente as casas) cresceram mais que o nível sustentável e descolaram dos fundamentos econômicos e da valorização do capital produtivo, em alguns casos de forma bastante pronunciada o que poderia, e levou, a uma reversão de tendência e queda abrupta dos preços.

Em outras palavras, ainda de acordo com Palley (2010), esses ciclos econômicos resultantes da nova condução da política econômica precisa da inflação de ativos somada com o aumento do endividamento para impulsionar os gastos na economia. Nesta interpretação tipicamente pós-keynesiana, a sustentação do financiamento e do endividamento provocou um longo período de investimento com altas expectativas na valorização dos ativos, sejam ativos reais e financeiros.

Tal regime de acumulação precisou de mudanças estruturais e institucionais no sistema financeiro para sustentar a elevação do financiamento e do endividamento, de um lado, e para valorização dos ativos financeiros e reais da economia. Sobre as mudanças na dinâmica econômica ocorridas nesse período, Fernando Cardim de Carvalho (2010) argumenta que, nos anos 90 do século anterior, o mercado financeiro dos Estados Unidos sofreu algumas modificações, que podem ser caracterizadas por duas grandes tendências.

Primeiro podemos enfatizar a presença de uma inflação interna de nível muito mais baixo que vista anteriormente, ocorrendo como produto das políticas monetárias restritivas, efetuadas na década dos anos 1980, que proporcionaram duros resultados econômicos no início da década e causaram uma recessão. Conseguindo quebrar a velocidade de aumento generalizado de preços na economia dos Estados Unidos da América e que se mantém moderado até os dias de hoje. O *Federal Reserve* (FED),

passou a manter então taxas de juros básicas em níveis baixos durante os anos 1900s, visto que havia espaço para esse quadro, tendo agora inflação baixa, levando então as ganhos e taxa de lucratividade dos bancos e instituições financeiras dos Estados Unidos nas aplicações tradicionais manterem-se também em níveis relativamente baixos. Provocando assim uma necessidade de habilidade nova para os bancos se quisessem manter grandes lucros nos seus resultados financeiros.

Contexto esse que leva então a outra tendência importante, que foi a de aumentar a competição interbancária e entre outras instituições num quadro de desregulamentação financeira. Essa liberalização financeira com início nos anos de 1980, em um momento que ficou caracterizado como de uma revolução do pensamento conservador, no período em que Estados Unidos e Inglaterra eram liderados por Ronald Reagan em Margareth Thatcher. Sendo que a visão monetarista na teoria econômica aliado ao conservadorismo político neoliberal na cena política criaram o contexto para implementação de política econômica que, por sua vez, criaram estruturas e instituições para o novo regime de acumulação capitalista. Aumentou a liberdade dos agentes em escolher aonde e de qual forma operar nos mercados, incluídos aí fatias que antes eram tradicionalmente reservadas aos grandes bancos comerciais. Studart (2005, p337), baseado na teoria de Minsky, afirma que momentos em que existe o crescimento econômico são caracterizados por expectativas positivas no lado dos demandantes finais dos recursos (empresas e famílias), influenciando positivamente também as expectativas de lucratividade das instituições financeiras. Mas quando os lucros não estão mais crescentes como em momentos anteriores e as regulamentações financeiras “afrouxam”, é criado um quadro de incentivo do crescimento da alavancagem e endividamento das instituições financeiras, das famílias e empresas levando então a um período de prosperidade mas com crescente fragilidade financeira.

### **3.2 – As Características da Fragilidade da Nova Estrutura de Crescimento Econômico.**

Um dos principais teóricos da escola pós-keynesiana, Minsky, dedicou grande parte de seus estudos para explicar que a estabilidade momentânea do sistema capitalista

engendra uma instabilidade, justificando o desequilíbrio como sendo inerente ao capitalismo. Ele criou uma teoria que consiste basicamente em dizer que quando os empresários e investidores cansados de lucros moderados, nos períodos de crescimento, começam a correr maiores riscos, comprometendo a estabilidade do sistema. Então, apenas uma regulação financeira prudente pode limitar a especulação nos mercados e prolongar o crescimento econômico de maneira estável.

Para o entendimento dos motivos que levaram à crise de 2008, podemos usar como ponto de partida a análise do fato de que as expectativas de valorização do capital e a busca pelo lucro é que move o sistema, e como afirmou Minsky (1982) essa busca incessante e inexorável por lucros crescentes vão gerando posições de endividamento mais arriscadas. Embora Minsky não seja um autor que escreve diretamente sobre crises capitalistas, ele analisa o sistema de acumulação capitalista como inerentemente instável e isso leva diretamente à explicação dos períodos que podem ser caracterizados como cíclicos.

É bom esclarecer: Minsky não é um autor “da crise”. Ele é, isso sim, um autor que formula uma hipótese para explicar como as economias capitalistas funcionam regularmente e por que, ao fazê-lo, apresentam um comportamento cíclico e tendem a produzir momentos de instabilidade – cada momento, é claro, definido por suas especificidades históricas e institucionais. (Simone Deos, pg. 3, 2008).

Conforme relata Simone Deos (2008) na economia capitalista de Minsky os agentes econômicos são caracterizados de acordo com seus portfólios, que são constituídos de ativos e passivos. Muitos dos ativos, por serem de longa duração no tempo e exigirem uma grande quantia de recursos para serem adquiridos, sofrem a necessidade de financiamento. Assim, os passivos financeiros presentes nos portfólios dos agentes são gerados para que os ativos possam ser adquiridos. Essas obrigações e compromissos financeiros adquiridos precisam ser honrados, e dessa forma, a análise de Minsky da economia capitalista leva em consideração as especulações e expectativas de credores e devedores em relação ao futuro da economia. E a variável que irá afirmar se as escolhas foram bem ou não sucedidas será o tempo. Baseado nessa variável e nos níveis de endividamento dos agentes econômicos Minsky construiu uma tipologia que organizava a posição desses agentes em relação à sua postura financeira ao adquirirem os ativos.

A primeira tipologia é chamada de postura hedge (segura) dos agentes, e consiste no fato deles estarem alocando seus recursos quando sua renda esperada permite-lhe honrar a todos os compromissos financeiros que assumir, e em todos os períodos em que tenham que ser atendidos. Porém, quando em alguns períodos o nível de endividamento e os compromissos financeiros são maiores que a renda futura esperada, o agente irá se encontrar então em uma estrutura financeira especulativa – tanto o devedor quanto o credor especulam com a expectativa da possibilidade de que o devedor poderá refinanciar e rolar sua dívida no mercado, futuramente. No limite dessa relação, quando é necessário aumentar o nível de endividamento para fazer frente inclusive a rolagem e ao serviço da dívida, pode-se dizer que o agente tem uma postura financeira ultra especulativa – que Minsky (1982) chama de Ponzi. Nesse quadro, existe a especulação do devedor e credor, em relação à possibilidade e sustentabilidade do devedor em refinanciar continuamente sua dívida. E então chegam a uma situação limite de fragilidade financeira, que acontece quando os agentes especulam também, em alguns casos em que o ativo em questão permita, com a expectativa de que existirá uma apreciação, no futuro, do preço e da rentabilidade do ativo. E que esse está sendo adquirido, crendo que os ganhos provenientes da posterior venda dele, colabore para saldar a dívida.

“Vale salientar que a decisão de adquirir o ativo e de financiar tal aquisição, independentemente da postura financeira assumida, é uma decisão provida de racionalidade econômica por parte tanto do comprador, quanto do financiador. No caso do ativo em questão ser, por exemplo, um bem de capital, sua compra é feita, pelo capitalista, por ser o retorno esperado da utilização futura do ativo superior ao custo total de sua aquisição – o que inclui os custos financeiros. Já no caso de um ativo durável adquirido, com financiamento, pelas famílias, a racionalidade envolvida é outra, pois o ativo adquirido não necessariamente gera retorno. De toda forma, os agentes envolvidos na aquisição desse bem e no financiamento de tal aquisição estão confiando que, ou os que adquirem dispõem de receitas ordinárias – como salários – que permitem fazer frente aos compromissos assumidos, ou que encontrarão, no futuro, condições mais favoráveis para refinanciar a dívida. Ou mesmo que poderão contar com uma apreciação no valor do ativo, que poderão realizar para fazer frente aos compromissos assumidos.” (Simone Deos, 2008 pg. 4).

Sendo assim o que se considera como mais importante nessa análise é que ambos agentes envolvidos nos dois lados da operação, tanto os compradores de ativos quanto os financiadores das aquisições estão apostando baseado em expectativas

futuras. Na capacidade do tomador de empréstimos de realizar seus compromissos, seja com os recursos provenientes da utilização e rentabilidade do ativo em questão, ou por uma combinação de fontes de pagamento. Para Minsky (1982), a relação entre as diversas maneiras de tomada de decisão e postura financeira no conjunto e contexto do sistema é responsável por determinar o nível de fragilidade e sua potencial característica de instabilidade. A hipótese principal de sua teoria da fragilidade financeira é que a postura dominante de endividamento e alavancagem dos agentes na economia tende a ir alterando-se, nos momentos em que estamos numa fase ascendente de um ciclo econômico o horizonte de contexto das relações financeiras passa a ser repleto de tomadas de decisão e domínio por agentes especulativos e Ponzi. Pois as condições que estão vigorando nesse período de tempo acabam por aparentemente sustentar, em grande parte, os passivos e dívidas anteriormente gerados.

A sustentabilidade que pode ser momentânea da capacidade dos agentes econômicos em saldarem e rolarem suas dívidas, quando exercida durante um longo período de tempo irá afetar a visão de devedores e credores no que diz respeito à estrutura de passivos e o nível de endividamento que é aceitável. Portanto, para Minsky (1982), quanto mais longo o “boom” (período de acumulação na economia e valorização dos ativos), maior é o nível de alavancagem e conseqüentemente fragilidade da economia, pois esta se encontra cada vez mais composta por posturas financeiras em nível especulativas e Ponzi.

“Rigorosamente falando, na economia capitalista de Minsky as decisões cruciais são, todas, especulativas, porque dizem respeito a apostas quanto ao futuro. Mas as apostas, por assim dizer, tendem a ficar mais arriscadas. A estabilidade é desestabilizante. Por isso ele vem sendo evocado com tanta frequência nos últimos tempos, ecoando além dos muros da academia (tendo sido, inclusive, utilizado como uma importante referência no último Global Financial Stability Report, um dos relatórios oficiais do FMI).” (Simone Deos, pg. 5 2008).

. Uma vez compreendida que o regime de acumulação da economia americana após a década de 1980 se baseou em crescente endividamento, podemos utilizar o referencial teórico pós-keynesiano para identificar as causas da crise financeira e econômica de 2008. Podemos interpretar os acontecimentos da crise financeira de 2008 munidos de um instrumento capaz de explicar como essas alterações de comportamentos podem influenciar a economia real, pois caso os agentes se encontrem em uma estrutura



Ponzi e não consigam mais realizar *Fundings* "consolidação financeira das dívidas de curto prazo num prazo adequado à maturação do investimento e sua amortização" ou realizar os pagamentos, muitos agentes perderiam a credibilidade frente a instituições financeiras não conseguindo novos empréstimos ou financiamentos, levando as instituições a arcar com os prejuízos resultantes das operações especulativas. Os ativos perderiam a continuidade da quantidade demandada proporcionando uma queda em sua rentabilidade e um aprofundamento dos problemas financeiros. Uma vez ocorrido isso, a compra de novos títulos e o investimento produtivo na economia sofreriam redução ou paralização, transferindo as influências e fragilidades financeiras para a economia "real" e produtiva, alterando para baixo então, o nível de investimento, e conseqüentemente emprego, renda, consumo e poupança, variáveis cruciais para a continuidade do quadro de acumulação, eficiência e valorização do capital.

### **3.3 – A Crise de 2008.**

Keynes, durante a década de 30, considerou perigosa a ideia de que os mercados especuladores que passavam o tempo procurando ativos para rendimentos de apenas de curto prazo tivessem tanta liberdade e importância nas decisões dos negócios da economia mundial, e alertou: "Quando o desenvolvimento do capital de um país se torna subproduto da atividade de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito."

No dia 12 de outubro de 2005, Alan Greenspan, afirmou em um de seus comentários sobre as inovações financeiras o seguinte. "A recente reforma regulatória, combinada com tecnologias inovadoras, tem estimulado o desenvolvimento de produtos financeiros, como *asset backed securities* (títulos lastreados em ativos), *collateral loan obligations* e *credit default swaps*, que facilitam a dispersão do risco. Esses instrumentos financeiros cada vez mais complexos têm contribuído para o desenvolvimento de um sistema financeiro muito mais flexível, eficiente e, portanto, mais forte do que o existente há apenas 25 anos".

As afirmações de Greenspan indicam uma confiança que as inovações financeiros permitiriam um melhor funcionamento do sistema financeiro conjugado a uma crença de que os mercados financeiros são eficientes na alocação de recursos e na

sinalização das oportunidades de alocação de riqueza e de investimento. Porém, Greenspan não estava sozinho nas suas ilusões.

Para analisar de uma forma mais densa o que levou a essa afirmação de Greenspan, faz-se necessário relatar alguns acontecimentos muito importantes que se tornaram presentes no mercado financeiro na década de 1990. A competição entre bancos e instituições financeiras aumentou muito, e também, o que provocou a queda na taxa de lucratividade dos mercados financeiros nas operações tradicionais de empréstimos a empresas, famílias e inclusive os governos. Além disso, com a inserção de maior teor tecnológico nos bancos e com maior mobilidade na alocação de capital permitida pela globalização, as instituições financeiras passaram a exercer função em uma área mais ampla e mais diversificada de mercado, inclusive nos mercados emergentes e internacionais, aumentando também a competição pelo mercado interno especialmente na economia central do sistema, Os Estados Unidos.

Portanto, bancos comerciais, de investimentos e outras instituições financeiras passaram a atender em outros mercados e buscar oportunidades que oferecessem uma maior taxa de lucratividade. Mas qualquer investidor com o mínimo conhecimento em finanças sabe que geralmente esses mercados e oportunidades que possuem uma maior expectativa de lucro, também são aqueles que proporcionam e apresentam um risco maior ao investidor e seu capital. Assim, alguns instrumentos e habilidades financeiras e matemáticas foram criadas para tentar diminuir ou eliminar esse nível maior de riscos, na intenção de então criar uma boa gestão de risco dos investimentos. Ou até mesmo, passar a impressão ou vender um produto que parecia conter um risco menor do que realmente possuía baseado em sofisticadas equações que permitiam viabilizar a exploração desses segmentos.

E uma forma de buscar essa maior necessidade de elevação dos lucros e uma taxa maior de rentabilidade, foi levando suas operações para mercados internacionais, principalmente aqueles que ainda não possuíam grandes instituições concorrentes mas com boas oportunidades de negócios, como os mercados das economias emergentes. Durante os anos da década 1990, essa estratégia foi bem sucedida e trouxe grandes ganhos aos balanços patrimoniais dos bancos. Porém, com a série de crises e calotes que aconteceram como a que teve início com o México, em 1994, e que acabou por prosseguir pelo continente da Ásia, pela Rússia e pelo Brasil, entre outros países, mostrou que a sustentabilidade desses ganhos poderia ser duvidosa e passar a não ser desejável rapidamente (Krugman 2009).

Somado a isso podemos analisar que, os mercados de economias nacionais subdesenvolvidos ou emergentes não possuem um tamanho e nível de capacidade suficiente para tornar viável o objetivo de lucratividade de um sistema financeiro do tamanho do norte-americano. Essas operações não seriam descartadas nem desprezadas, obviamente até como estratégias em momentos desejados ou futuros, mas para os objetivos no curto prazo e demais necessidades, os bancos e instituições financeiras julgaram necessário descobrir outras formas ou novos mercados para atuar, até porque as leis e regulações permitiam isso. E dessa forma principalmente nos Estados Unidos, um mercado muito atraente e com boas expectativas em torno dele passou a ser o de financiamentos para o mercado imobiliário.

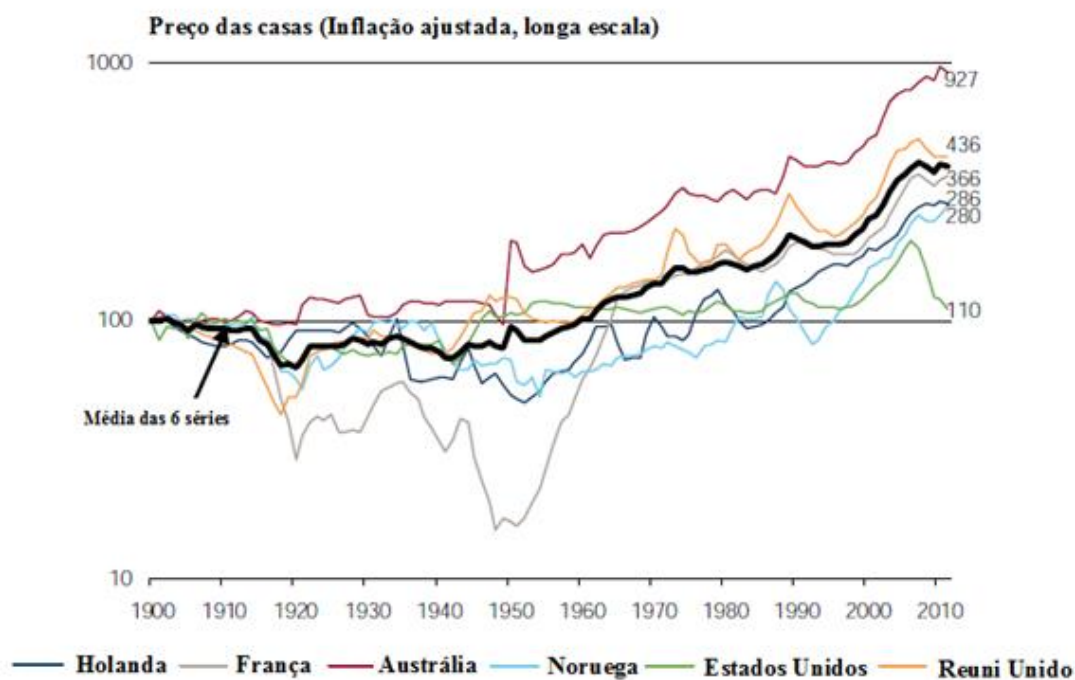
O economista Irving Fisher, professor da Universidade de Yale, em 1933 após o acontecimento da crise de 1929 focou seu estudo em análises de colapsos nos mercados financeiros e nos efeitos devastadores causados por eles, como a relação entre a deflação no preço dos ativos e das mercadorias, na mudança de comportamento dos agentes econômicos, desalavancando suas operações e comportamentos e na queda das atividades econômicas (Krugman 2012).

O decorrer dessa interação pode levar a uma queda no consumo, investimentos e conseqüentemente a uma insuficiência crônica de demanda como descreve a teoria Keynesiana. Muitos agentes, como as famílias, deparados com uma mudança abrupta no mercado financeiro e nas perspectivas da economia decidem optar pela liquidez vendendo ativos e consumindo menos, preocupados com a garantia de seus empregos e preparando-se para um quadro econômico mais delicado. Ao mesmo tempo os empresários cortam seus investimentos, pois não possuem uma expectativa de valorização do capital investido através do lucro futuro esperado e da eficiência marginal do capital. De uma forma como um todo, a circulação na economia se reduz; se amplifica a queda nos preços dos ativos; nos lucros e no valor líquido das empresas, gerando e acelerando processo de falências; reduzindo a produção industrial e o uso da capacidade instalada na indústria. O volume de circulação de mercadorias e das transações no comércio caem e paralelamente o desemprego só aumenta, originados pelo pessimismo e mudança de expectativas. Neste gráfico a seguir, podemos ter uma ideia do quão grande foi à redução no valor das residências norte americanas, voltando a preços reais de patamares próximos ao ano de 1900, perdendo toda a forte e rápida valorização criada durante a década anterior. (O gráfico serve também para interessados

no mercado imobiliário de 5 outros países, para mais detalhes aconselho o relatório realizado pelo Banco Morgan Stanley no ano de 2012).

**Gráfico 2**

**Preço real de residências em 6 diferentes países, 1900 - 2011**



Fonte: Morgan Stanley

Edição e tradução próprias

Segundo Krugman (2008) mercado de hipotecas nos Estados Unidos está em torno de algo como 10 trilhões de dólares, tendo característica de um mercado imobiliário essencialmente maduro, com baixa taxa de crescimento, até porque a população norte-americana passou a envelhecer e com maiores taxas de expectativa de vida; para os bancos e instituições financeiras buscarem novas fronteiras e ganhos passou a ser necessário criar modos de ampliar mais rapidamente o crescimento do mercado para além do crescimento vegetativo e natural da população. E a maneira vista pelo mercado para aumentar esse crescimento foi inserindo os clientes que antigamente eram classificados como *subprime*.

Geralmente contratos de financiamento de compra de imóveis, chamados de hipotecas residenciais, são contratos com longos prazos, e em que a própria residência

comprada é dada como garantia do empréstimo. Enquanto não for feito o pagamento total da hipoteca ao banco ou financeira, o imóvel não é verdadeiramente do comprador. Em caso de calote do cliente a instituição assim resgata o imóvel na tentativa de reverter o prejuízo da operação e pode revender ao mercado para arcar com o ônus assumido. Porém, esse não é o objetivo do banco financiador porque além de perder a rentabilidade principal da operação que seria a taxa de lucro, obtida através dos juros cobrados, ele ainda terá que arcar com as despesas e depreciação do imóvel, bem como do prazo das despesas de revender a um terceiro. Para diminuir as chances desse quadro não acontecer, os bancos e demais instituições financeiras que ofereciam os financiamentos faziam uma análise criteriosa do histórico bancário do cliente, analisavam sua renda e crédito na praça e também as perspectivas profissionais e expectativas para calcular sua renda futura, para assegurar que o comprador pudesse honrar suas obrigações e pagar o dinheiro emprestado. Sendo assim, aqueles que não atendessem as condições necessárias para tal, não estariam aptos a receber os empréstimos. Por isso o termo *subprime*, qual ficou conhecido no mundo todo, para basicamente identificar os possíveis maus pagadores e conseqüentemente restringir e selecionar as operações que não seriam interessantes ou que teriam alto risco. Apesar de ser a mais rica economia, os Estados Unidos possuíam um grande número de famílias e pessoas em um nível alto de endividamento pelos padrões adquiridos ao longo dos anos anteriores. E esse contingente significativo da população não possuía as características necessárias para entrar nos financiamentos imobiliários, criando uma demanda reprimida e uma grande oportunidade de crescimento do mercado e dos financiamentos. Além de serem possíveis alvos de operações lucrativas, pois como o risco seria maior devido à baixa qualificação do ponto de vista de concessão de crédito, esse público alvo teria que pagar taxas muito mais altas que os demais chamados de mercado “normal” ou *prime* para garantir seus objetivos de empréstimo.

Com a deflação de ativos das bolsas de valores e a manutenção de baixos patamares de taxas de juros a partir de 2001, as instituições financeiras intensificaram a busca por ativos de maior rentabilidade. O desenvolvimento de novos instrumentos no mercado primário de hipotecas permitiu, de um lado, que as famílias americanas ampliassem sua capacidade de endividamento dando como garantia seus imóveis em tendência de valorização e, por outro, satisfazia o desejo de crescimento das operações ativas das instituições financeiras. (Cagnin, pg. 3, 2009).

Essa população marginalizada das costumeiras operações financeiras do mercado imobiliário, que não possuía renda estável, emprego regularizado, ativos ou bens para oferecer como garantia ou história de bom crédito para provar sua confiabilidade, passou a ser motivo de atração para alguns bancos que desejavam alavancar suas operações. Mas como seriam então inseridos no mercado? Havia alguns espaços para isso ser conseguido. Algumas mudanças passaram a ocorrer no que diz respeito à análise de crédito, e essas mudanças são cruciais no que passaria a acontecer depois disso. Cada vez mais modelos estatísticos de séries temporais que eram alimentados com informações muito mais quantitativas a qualitativas, foram substituindo o papel de análise de um analista bancário que fazia uma abordagem bastante subjetiva e pessoal. As agências de riscos – Moody’s, Fitch e a Standard & Poor’s – acabaram por substituir o papel de técnicos e peritos dos bancos que faziam a avaliação dos tomadores de empréstimos subprime. E essa verificação automatizada e menos minuciosa levava muitas vezes em consideração aspectos e informações do tipo “*se tudo continuar como no momento*” impossibilitando assim uma análise robusta ou uma projeção do futuro da operação caso a realidade econômica mudasse. Segundo Carvalho,

A economia norte-americana, do final dos anos 1980 até praticamente 2006, passou por um período de sustentada prosperidade. Apenas duas recessões leves e rápidas interromperam o crescimento da economia nesse intervalo. Um dos resultados disto é que o emprego manteve-se crescente ou estável a maior parte do tempo. Assim, pessoas sem emprego fixo, com empregos informais, que seriam, no passado, consideradas de alto risco, apareciam nas estatísticas com uma renda estável, sem um emprego fixo, mas com trabalho todo o tempo, e assim por diante. Ou seja, os modelos estatísticos de análise de crédito sugeriam que, como essas pessoas conseguiram trabalho no passado, elas continuariam conseguindo no futuro, ou, em outras palavras, como a economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Assim, o risco de perda do empréstimo foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo. (Fernando Cardim de Carvalho, 2010, pg. 9)

Segundo Fernando Cardim de Carvalho (2010) sabia-se a razão pelo qual esse segmento da população ter sido deixado de fora dos empréstimos e mercado imobiliário. Mas então o que os bancos e instituições financeiras fizeram para incorporar a fatia de “demanda reprimida”, foi usar um processo chamado de *securitização* na tentativa de mascarar as hipotecas subprimes. A maneira como são feitas essas operações não é

simples, para aqueles que possuem interesse em aprofundar o conhecimento do assunto técnico recomendo o relatório do FMI “Global Financial Stability Report”.

Mas o mais importante na análise no momento é do conceito dessas operações, e ele parece ser bastante simples. Nas estratégias traçadas pela instituição, agrupa-se certa quantidade de contratos de hipotecas qualificadas como subprime que prometem pagar uma taxa de juros dada, para servir de embasamento ou lastro de um título financeiro (com a remuneração atrelada aos juros pagos pelo tomador das hipotecas). Esse título de dívida e com remuneração é oferecido no mercado então para famílias, fundos de investimentos, empresas com elevado valor em caixa, bancos e demais agentes que tenham interesse em aplicar seus fundos de riqueza. E uma das vantagens para a instituição que oferece esse tipo de título, é que o cliente que compra esse papel, na maioria das vezes, não sabe ao certo o que está adquirindo, pois não vê que as hipotecas subprime é que estão servindo de lastro para a rentabilidade e o risco do seu título.

Uma vez consolidada aquele tipo de operação, agora cabia aos fornecedores incentivar as famílias a tomarem aqueles financiamentos e empréstimos. Diversas estratégias foram utilizadas, como oferecer taxas de juros bastante baixas nos primeiros anos de empréstimos e aumenta-las rapidamente depois de alguns períodos passados. Dada essa condição, um grande número de pessoas passou a aceitá-las e entraram nesse mercado porque dava a entender que seria sustentável pagar esse tipo de dívida dado o otimismo na economia como um todo e pelo barato começo da operação, embora os juros aumentassem subitamente depois de algum tempo. Sendo posteriormente esse o estopim da crise no final de 2006 e começo de 2007.

Um volume e valores estratosféricos de empréstimos e financiamentos foram realizados nessa forma de operações com hipotecas *subprime*, e tudo ocorria normalmente bem durante um período de grande criação de riqueza financeira, contudo, até o momento que muitas dessas hipotecas chegaram ao período em que os juros seriam reajustados e revisados para cima. Além da dificuldade que esses encargos e taxas crescentes realizaram ao comprometer uma fatia maior da renda dos consumidores e tomadores dos financiamentos, a economia dos Estados Unidos já não se mostrava tão vigorosa na esfera da produção como o período até então vivido. Alguns economistas mais críticos na época já apontavam para uma possível reversão de tendência típica de um ciclo econômico após um período de grande criação e produção de riqueza. E isso começou a ser notado quando algumas famílias e pessoas passaram a ficar sem renda

para pagar os juros das hipotecas, justamente no momento em que viam sua conta subir de valor em um período curto, dado o incremento das taxas. E com isso diversos calotes (defaults) foram inevitáveis e realizados, o que deveria estar despertando e advertindo os financiadores que o risco das transações agora seriam ainda maior que o analisado anteriormente e que muitos empréstimos executados foram feitos com uma visão otimista demais dada a capacidade e sustentabilidade de pagamento da população que constituía o chamado *subprime*. Essa percepção em que seria necessário reavaliar as operações e os riscos envolvidos nos financiamentos levou a muitas instituições diminuírem a oferta de crédito, contextualizando assim a primeira fase da crise. Para Cagnin (2009),

As inovações nos contratos hipotecários faziam parte de um movimento mais amplo de inovações financeiras, iniciado nos anos 1970 e aprofundado a partir da década seguinte. A incompatibilidade da regulação do sistema financeiro à nova conjuntura macroeconômica, em que estiveram presentes níveis cada vez maiores de inflação e de taxas de juros, deu início a esse processo. (Cagnin, pg. 25, 2009).

Aqueles tomadores de empréstimos e financiamentos das hipotecas começaram a não honrar suas dívidas e não efetuar o pagamento dos juros, e com isso, os investidores e poupadores dos fundos, das famílias e até mesmo dos bancos começaram a perceber que poderiam não receber o retorno que estavam esperando. Então quando essa noção se espalha os demais investidores e as instituições que adquiriram títulos de conteúdo parecido começam a ter expectativas de que seria talvez vender estes papéis enquanto ainda estavam com bastante liquidez e bom preço. Porém, ao fazer isso se deparam com um quadro de comportamento parecido, visto que a maioria estavam sentindo os mesmos temores. Então diversos investidores concluem que estão na posse de um título com um valor de mercado bastante menor do que achavam ter anteriormente. Estavam esses investidores então, com ativos com um grande risco de liquidez, pois não conseguiam mais revender os seus títulos com o preço que desejavam e realizando pesados prejuízos e também não obtiveram a rentabilidade esperada lastreada pelos juros. E na intenção acelerada de se desfazer dos papéis e o comportamento quase de manada na ponta vendedora dos negócios, foi o que fez esses títulos realmente perderem o valor que tinham rapidamente, o que tecnicamente muitos chamam de “derretimento” dos preços dos ativos.



Essa desconfiança e comportamento acabaram por atingir outros papéis semelhantes ao subprime, contagiando outras áreas financeiras no mercado de capitais, visto sua alta relação e globalização atual. E na falta de certeza seria melhor se desfazer dessas posições e papéis antes que os outros fizessem. Com isso os preços dos títulos foram despencando. Fato esse que ocasiona algumas importantes variações nas instituições financeiras e bancos, como em relação aos Balanços Patrimoniais.

No caso dos bancos e financeiras que compraram aqueles papéis lastreados em hipotecas *subprime*, quando o valor destes caiu verticalmente por conta da sua desvalorização no mercado, muitos se tornaram insolventes, falidos, e outros chegaram muito perto disso. Como quase todas as instituições financeiras norte-americanas fizeram esse tipo de investimento, todas se viram expostas em algum grau. Na melhor das hipóteses, o seu capital, ainda que continuasse positivo, diminuiu bastante por causa da desvalorização de seus direitos a receber. (Fernando Cardim de Carvalho, pg. 10, 2010).

Alguns desdobramentos são reflexos dessa situação, primeiro o que acontece, é que bancos e instituições financeiras que sofrem falência, com ativos menores em valor a passivos, acabam por serem fechados, sofrem intervenção estatal, ou são vendidos a outras instituições. Porém, em geral as mesmas se encontram também em difícil situação porque estavam inseridas nesse mercado de compra de títulos lastreados em *subprime* e sofreram perdas, sendo assim relutam em realizar novas aquisições se não houver pressão ou incentivos por parte do governo, conforme ocorreu com o Bear Stearns, a Merrill Lynch, a AIG, a Fannie Mae e o Freddy Mac etc. Esse efeito cadeia realizado por falências, intervenções ou vendas em situações atípicas e extremas, acaba por tornar as expectativas dos agentes carregadas de desconfiança e não apenas no mercado financeiro. Trata-se, portanto, de uma crise financeira caracterizada, de um lado, por deflação de ativos, devido a expectativas de valorização não realizada, e, de outro lado, de aumento da preferência pela liquidez, pois os agentes devedores querem vender seus ativos, agora desvalorizados para pagar suas dívidas e obrigações, e, agentes financiadores não querem mais aumentar seus empréstimos. Para Farhi,

A crise financeira adquiriu contornos sistêmicos a partir da falência do Lehman Brothers em setembro de 2008. Essa falência acarretou a paralisação das operações interbancárias e 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. (Maryse Farhi, pg.5, 2010)

Além disso, mesmo as empresas que saíram saudáveis ou sobreviventes da situação, tendem a segurar novos investimentos ou exercer ações restritivas. Justificada pelas expectativas negativas em relação aos novos negócios e taxas de lucro, e também pela contração que ocorre na oferta de crédito e expansão do seu capital.

A partir disso os bancos e demais instituições financeiras com expectativas reversas à situação anterior passam a emprestar e alavancar menos suas operações. Empresas não detêm a mesma facilidade na tomada de empréstimo e capital de giro para novos investimentos, e veem sua taxa de lucro e venda diminuir, porque as famílias diminuem o consumo pelo fato do alto endividamento e restrição de crédito, além de receio em relação a sua remuneração salarial futura e a segurança de seu emprego. Desta forma, há um efeito contágio, isto é, uma crise financeira se estende para o lado real da economia e passa a ser também uma crise econômica. Não é apenas uma crise microeconômica a punir uma dada instituição financeira que fez apostas erradas em seus empréstimos e alocação de fundos, mas uma crise que atingiu várias instituições financeiras, deflacionou ativos, desvalorizou riquezas, aumentou a preferência pela liquidez e reduziu o crédito em momento que várias empresas estavam com alto endividamento, ou na situação especulativa de Minsky. Nesta situação, a crise não é microeconômica, a punir apenas algumas empresas mas atinge um amplo segmento do setor financeiro e, posteriormente, do setor produtivo, temos assim uma crise macroeconômica.

Nesse ponto é onde acontece o contágio da chamada economia real, efeitos que começaram no sistema financeiro passam assim a afetar diretamente os ciclos e a esfera produtiva da economia, causando efeito negativo sobre o crescimento econômico e aumentando o nível de desemprego, o risco de um crescimento insustentável se instala no sistema e começa então um quadro de recessão séria.

O otimismo que mantinha o crédito se multiplicando e reduzia drasticamente o grau de prudência dos endividamentos viabilizados se interrompe de forma abrupta e a crise é desencadeada. Os preços não param de cair, estimulando os agentes a venderem e aumentarem a queda, numa deflação de ativos que se espalha pela economia e contamina a própria economia real, até então esquecida. A falta de crédito impede as firmas de investirem e mesmo de obterem o capital de giro necessário aos negócios cotidianos. As encomendas de insumos são suspensas e os trabalhadores demitidos. As dificuldades de pagamento das dívidas já assumidas levam às vendas de ativos que

alimentam a deflação de preços. Não se conhece, nestas circunstâncias, onde está o “fundo do poço”, ou até onde a queda de preços irá. Todo mundo quer dinheiro. Para pagar créditos assumidos, em contrapartida de vendas que se tornam difíceis, para tocar os negócios do dia a dia, para se garantir contra o futuro etc. (Maria de Lourdes Rollemberg Mollo, pg. 7 2008).

Como afirma José Luis Oureiro (2010), a falência do banco de investimento Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008, e a recusa do Federal Reserve em socorrer a instituição, atingiu diretamente o estado de confiança dos mercados financeiros. O que quebrou com a maioria das expectativas de que a autoridade monetária norte-americana acabaria por resgatar todas as instituições financeiras atingidas pelo estouro da bolha especulativa no mercado imobiliário.

Isso acabaria por levar pânico entre as instituições financeiras, que levou a um grande aumento da preferência pela liquidez dos agentes, principalmente no caso dos bancos comerciais. Esse aumento da procura pela liquidez acarretou uma sequência de venda de ativos financeiros em grandes proporções, levando a um processo “Minskiano” de “deflação de ativos”, com uma abrupta baixa dos preços dos ativos financeiros, e levando a uma contração do crédito bancário para transações comerciais e industriais.

A economia real acaba por sofrer os impactos da crise financeira em função da incapacidade dos sistemas financeiros dos países direta e indiretamente afetados em manter as linhas de crédito para economias razoavelmente intactas. Neste sentido, é importante observar que a duração e intensidade da crise vão depender precisamente do sucesso dos planos de recuperação implementados mundo afora, o qual depende decisivamente da magnitude das perdas sofridas pelas instituições financeiras com as operações derivativas. (Rogério Sobreira, pg. 20, 2008).

Conforme continua Oureiro (2010), essa “evaporação do crédito” acabaria por resultar em uma rápida e profunda queda do nível da produção industrial e do comércio internacional mundo afora. Dado isso, no último trimestre de 2008 a produção industrial dos países desenvolvidos enfrentou uma queda como não se via há muito tempo, ocorrendo em alguns casos, uma baixa de mais de 10 pontos base em relação ao último trimestre de 2007.

A crise afetou de forma mais direta os países desenvolvidos e economias mais ricas, que possuíam maior integração dos sistemas financeiros e produtivos e onde os

bancos estavam operando com situações de maior grau de aceitação de risco e alavancagens. Os efeitos na economia real começaram a se manifestar a partir do momento em que as expectativas dos agentes foram revertidas, e as posições do mercado financeiro liquidadas. As famílias passaram a consumir menos, tanto pelo fato do alto nível de endividamento quanto pela restrição de crédito. Com isso os empresários decidiram cortar futuros investimentos, dado o fraco volume de vendas, e conseqüentemente a capacidade utilizada das indústrias como um todo reduziu. Rapidamente o nível de desemprego começou a subir e a desconfiança na economia aumentou, sem perspectivas de melhora no curto prazo e com a crise tendo diferentes desdobramentos mundo afora, os governos passaram então a rever suas políticas econômicas e tomar as primeiras medidas após a crise instalada.

No regime de acumulação baseado em endividamento, um problema de inadimplência em um setor financeiro, como o caso subprime das hipotecas imobiliárias, provoca um contágio entre vários segmentos do setor financeiro e, por consequência, se estende para o setor produtivo. A crise financeira rapidamente se desdobra em crise econômica. Essa crise macroeconômica exigiu respostas rápidas de política econômica para reduzir o impacto da crise. No entanto, as políticas econômicas adotadas não necessariamente tiveram o efeito esperado e exigidos pela população que sofria com a crise. Portanto, esse é o tema do próximo capítulo.

## **4. POLÍTICAS ECONÔMICAS E A CRISE**

### **4.1 O impacto da Crise na Economia dos EUA**

Ben Bernanke, presidente do Federal Reserve, quando entrevistado em 15 de março de 2009, foi questionado a respeito do futuro próximo da economia norte-americana, sua resposta foi a seguinte: "Eu acho que agora começam a surgir esses brotos verdes em diferentes mercados que começam a restaurar a confiança, esta dinâmica positiva irá levar a nossa economia à recuperação." Você vê brotos verdes? Foi questionado. "Sim, eu vejo brotos verdes", respondeu. E ele não estava completamente errado, embora dotado de um raro otimismo dado seu frequente ceticismo, os mercados financeiros começavam a recuperar as gigantescas perdas (cerca de 45% de queda do índice Dow Jones) acontecidas nos meses anteriores. E conforme o Governo ia agindo na tentativa de impedir a continuidade do aprofundamento da recessão, algumas expectativas dos agentes lentamente iam mudando e a produção industrial mostrava sinais lentos de recuperação. Mas, brotos verdes ainda eram raros, principalmente quando se tratava da saúde financeira dos consumidores e empresas, além do principal problema para as famílias americanas e dos residentes do país, o desemprego.

A maioria dos trabalhos realizados pelos economistas atualmente que tratam sobre a recente crise, relatam muito mais a respeito de qual maneira e o porquê chegamos até esse ponto e não sobre exatamente em que nível encontram-se nossas economias nacionais. Ou tratam ainda menos sobre que os Governos e Instituições Econômicas fizeram ou deveriam fazer para reverter o quadro de estagnação, e voltarmos ao crescimento e níveis baixos de desemprego, este último que nos países centrais e da maioria dos integrantes da União Europeia encontra-se em níveis que pareciam inconcebíveis antes da crise. Esse capítulo irá tratar é exatamente sobre essa segunda questão, o que aconteceu e em que situação estamos dentro do ainda vigente contexto da crise, e o que a teoria keynesiana e pós-keynesiana teria a propor como alternativa de política econômica frente a adotada e diante da estagnação econômica

com alto nível de desemprego vivida atualmente, que atinge grande parte das economias do mundo.

Muitas vezes os agentes econômicos e Governos parecem satisfeitos com o fato de terem “evitado” um colapso econômico e financeiro em nível global, o que diante dos números econômicos preocupantes e dos milhões de pessoas desempregadas e passando por dificuldades financeiras mundo afora, torna-se inaceitável. Ao criar uma análise em torno da opinião e das ações da maioria dos políticos, autoridades públicas e analistas econômicos que formam o “*mainstream*” dos principais países afetados pela crise o que parece ocorrer lamentavelmente é que, por distintos motivos, muitos esqueceram as lições aprendidas com a depressão de 1929 e as diversas teorias econômicas a respeito de períodos de instabilidade.

Diante disso, analisar o momento econômico vivido hoje não seja possível tomando-o apenas como uma crise financeira. Conforme descreveu Paul Krugman em 2012, talvez “A maneira mais adequada de se pensar essa crise contínua, a meu ver, é aceitar o fato de que estamos vivendo uma depressão real. Como a Grande Depressão? Não, não pelo menos para a maioria de nós (porque a resposta seria muito diferente se perguntada aos gregos, irlandeses ou espanhóis, com o desemprego em 23% na população geral – e quase 50% entre os jovens) porém, é essencialmente o mesmo tipo de situação que John Maynard Keynes descreveu em 1930, como: “Um estado crônico de atividade subnormal, que se estende por um período considerável, sem qualquer tendência marcante, seja para a recuperação, seja para o colapso total””.

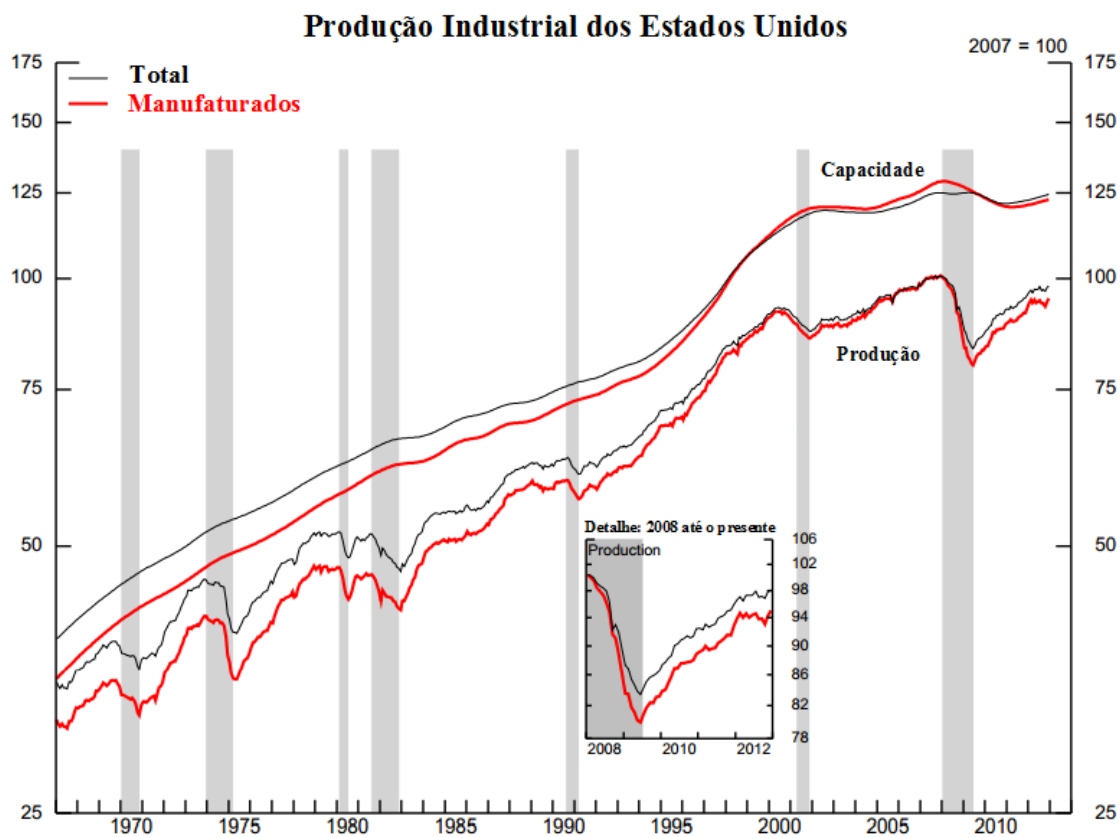
Passados cinco anos desde que a crise se instaurou no sistema financeiro mundial, seus reflexos negativos para toda a economia continuam a aparecer de diferentes formas. Essas divergências são frutos das políticas econômicas adotadas pelos Governos, e as características estruturais de cada economia. Esse período, de estagnação e baixas perspectivas de crescimento das principais economias ocidentais, parece em alguns momentos com o conceito que Keynes trouxe sobre depressão.

Algumas características da Grande Depressão parecem compartilhadas no período atual vivido. Segundo John Maynard Keynes (Teoria geral do emprego, do juro e da moeda, 1936), “As falhas conspícuas da sociedade econômica em que vivemos são a incapacidade de gerar emprego e a distribuição arbitrária e desigual da riqueza e da renda”. Hoje apontados por muitos, principalmente pelas famílias, o maior problema das economias mais atingidas pelos desdobramentos da crise, é o alto nível de desemprego. Uma das lições que ficam da Grande Depressão de 30, é que esse quadro

pode ser alterado com políticas macroeconômicas e não apenas esperar por uma solução automática ou de “equilíbrios do mercado”. Outro problema importante que foi acentuado após a crise é a disparidade de renda, e o sucesso na tentativa de se conter esses avanços e reverter o quadro tende a ser mais lento quando comparado à recuperação do nível de emprego por exemplo. E possivelmente não será encontrada uma solução rápida. Após a Grande Depressão, esse problema também foi em grande parte suavizado, porém, naquela ocasião, economias nacionais como a dos EUA contaram com os benefícios econômicos trazidos em um período de Guerra.

Embora os níveis de desemprego e desigualdade de renda ainda estejam em níveis preocupantes, a produção industrial norte americana, aos poucos vai retomando sua capacidade instalada, e também o volume total de bens produzidos. Esse fato é crucial para a sustentação da dinâmica da recuperação norte-americana. A indústria dos EUA é a principal do mundo, e suas empresas são maioria entre as 10 maiores internacionalmente. O sucesso da economia nacional americana, depende em grande parte do desempenho dessa indústria, influenciando fortemente nos níveis de empregos, renda e principalmente em investimentos privados e em tecnologia. O endividamento do Governo americano, mesmo que crescente, se depara com juros cada vez mais baixos quando necessita de captação de recursos, e boa parte disso é explicada pelo desempenho industrial norte americano. Longe das instabilidades e engenharias financeiras do desempenho do mercado financeiro, a economia produtiva e a indústria norte americana é referência no mundo e possui uma capacidade inovadora gigantesca, permitindo em vários momentos do desenvolvimento capitalista, ganhos provenientes de lucros extraordinários. Isso acaba refletindo na análise dos detentores de dívidas, fazendo com que os títulos americanos, seja um porto seguro para os investidores e compradores de títulos que buscam rentabilidade segura e alocação de riqueza com objetivos de longo prazo.

Gráfico 3



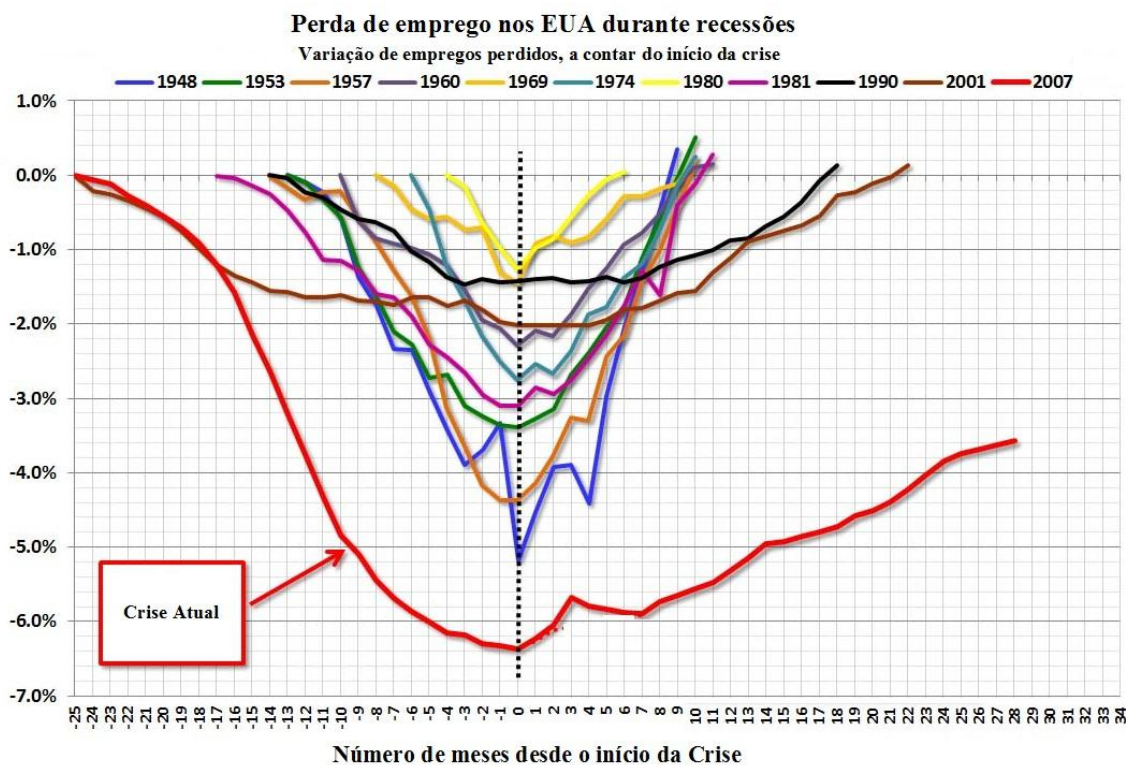
Adaptação e tradução próprias

O gráfico acima retirado do relatório quinzenal do FED sobre o desempenho da indústria norte-americana, apresenta o quão foram abaladas as atividades do setor no período do início da crise de 2008. O desempenho industrial, tanto de manufaturas como em nível geral foi retrocedido para patamares de 15 anos atrás, em meados da década de 90 do século passado. Isso foi explicado pela deterioração das contas de algumas grandes empresas do país, levando muitas fábricas a fecharem suas portas durante o ano, dado o pânico e a contaminação dos ativos no mercado financeiro. Mas também é explicado pelo corte de investimentos na continuidade da produção, dada às expectativas de reversão da valorização marginal do capital pelos agentes frente ao futuro próximo da economia, pois essa expectativa em grande parte era otimista, alterada bruscamente frente aos acontecimentos econômicos. Essa reversão de expectativa pode ser facilmente evidenciada no gráfico 20 deste trabalho na seção de anexos, pois mostra o “derretimento” do preço das ações das indústrias mais



importantes do país que compõem o índice da bolsa Dow Jones. Essa queda no preço das ações deteriora também a riqueza dos agentes econômicos imediatamente, levando muitos a reorganizarem suas finanças, cortando gastos de consumo ou mesmo investimentos.

**Gráfico 4**



Fonte: Harvard Business Review, Maio de 2012.

Adaptação e tradução própria

Essa dinâmica recessiva levou a um nível imenso de demissão de funcionários e paralização das contratações, elevando o desemprego para patamares muito preocupantes. No gráfico anterior, temos o nível de geração de emprego ao longo dos meses, durante várias crises vividas pela economia norte-americana. Nenhuma crise anterior foi tão drástica para esse indicador, não apenas econômico mas muito importante socialmente, quanto a vivenciada atualmente. O gráfico mede a quantidade em % da geração de empregos, desde o momento do início da crise, destacando o pior nível do ciclo e depois os meses necessários para se chegar a níveis de geração zero de emprego. A perda de emprego nessa crise foi muito grande, e embora venha sofrendo uma recuperação, ainda estamos muito longe de patamares anteriores à crise. E enquanto não são encontradas as soluções para esse problema, esse crescimento pode

deixar de voltar a acontecer, dando espaço para um maior aprofundamento dessa “patologia” do sistema.

Com a queda do emprego, o poder de barganha daqueles que mantinham seus trabalhos caiu, e conseqüentemente o nível salarial e a renda dos trabalhadores. O consumo das famílias e o investimento dos empresários em queda, em uma economia cada vez mais deprimida, somados ao mais alto nível de desemprego vivenciada desde a década de 30, criam um quadro de depressão ainda mais forte, com a possibilidade de trazer à economia, uma espiral deflacionária capaz de manter o país por muitos anos na estagnação, análoga a que vive o Japão desde começo da década de 90.

A necessidade do investimento e da expansão dos gastos públicos se faz primordial, para assim compor essa lacuna pelo período que for necessário, até haver a retomada da dinâmica de acumulação, estimulada com a reversão das expectativas. A recuperação da indústria veio nos anos seguintes de maneira forte, sustentada pelas políticas econômicas expansionistas que analisaremos no decorrer do capítulo.

## **4.2 Prevenção à Depressão**

A conjuntura conseqüente que se estabeleceu na principal economia do mundo, passou a ser analisada por alguns órgãos como o comitê de Larosière (2009), estabelecido pelos países da União Europeia para mensurar as características e efeitos da crise financeira, como a “mais séria e destrutiva desde 1929”.

Nas principais economias do mundo, tecnicamente, a abrupta contração cíclica no sistema financeiro e produtivo resultante da crise iniciada em 2007, chegou a seu fim por volta da metade de 2009. De acordo com o (NBER) Business Cycle Dating Committee do National Bureau of Economic Research (instituição sem fins lucrativos, de pesquisa econômica criada pelo governo norte americano em 1920 para determinar o início e final de recessões) nos Estados Unidos a recessão durou de dezembro de 2007 a junho de 2009, a mais longa desde a depressão de 1929.

Mesmo que em menor intensidade, essa crise apresenta inúmeras peculiaridades que a aproximam da chamada Grande Depressão de 1929, tanto pelo período evidenciado, como o espaço de influência internacional e a preocupação e necessidade de se acompanhar e regular o setor financeiro em sua forma de operação e grau de alavancagem.

Isto posto, não soa surpreendente que muitos cientistas econômicos passaram a interpretar e estudar a crise, caracterizando-a como a Grande Recessão. Em conformidade a isso Maryse Farhi (2011, p. 04) relata que,

A recuperação das principais economias desenvolvidas que se seguiu a essa crise financeira tem poucos traços em comum com as retomadas econômicas verificadas desde a 2ª Guerra Mundial, que foram muito mais rápidas e acentuadas. Pelo contrário, a atual recuperação vem sendo comparada à que ocorreu durante a Grande Depressão, caracterizada por um baixo dinamismo, insuficiente para recuperar o nível de emprego. Importa aqui ressaltar que a crise da década de 1930 não foi um episódio de dez anos de declínio econômico contínuo, mas sim constituída por dois períodos recessivos distintos - agosto de 1929 até março de 1933 e maio de 1937 até a Segunda Guerra Mundial. Entre essas duas recessões, ocorreu um período de recuperação econômica que, entretanto, foi insuficiente para impedir que a taxa de desemprego permanecesse acima dos 10%.

Após um período de mais de cinco anos da evidencia técnica do início dessa crise financeira, as condições macroeconômicas das principais economias nacionais ainda encontram-se bastante problemáticas e diferentes do período de acumulação anterior que perdurou até meados de 2008. Diferente das crises econômicas vivenciadas nas últimas décadas, não só países subdesenvolvidos e economias instáveis e em crescimento, como também as economias avançadas estão ainda bastante distante de se recuperarem, os Estados Unidos ainda apresentam um crescimento lento e incapaz de melhorar o nível de desemprego enfrentado pela população. Do outro lado do Atlântico, os países europeus que não estão passando por uma nova recessão, ainda encontram diversas dificuldades, tanto pelo alarmante nível de desemprego de jovens e adultos, como pela estagnação do crescimento econômico e altos níveis de endividamento. Dadas às proporções, poucos são os países inseridos no contexto do comércio internacional e com economias abertas que possuem crescimento industrial, produtivo e econômico sólido com a presença de uma estabilidade financeira, não resultantes das políticas econômicas de curto prazo na maioria das vezes impostas pelos governos.

Uma análise das dificuldades econômicas atuais, relacionada aos efeitos do período de recessão caracterizado como a crise mundial. Permite uma evidencia teórica de que os dois períodos pertençam a um mesmo contexto de depressão econômica, sendo o período atual da economia um chamado “double deep” ou seja, um segundo momento de deterioração dos indicadores macroeconômicos, iniciado após o fim dos

efeitos das políticas anticíclicas de socorro criadas pelos Governos das principais economias mundiais.

Segundo Maryse Farhi (2011), a semelhança da Grande Depressão com a crise atual também pode ser decomposta, analiticamente, em três fases:

A primeira tendo iniciado por volta de 2007, com o aumento do nível de endividamento e da inadimplência, fragilizando as características de crescimento da economia, quadro esse que se tornou insustentável em um período de grande liberdade e inovação das operações nos mercados financeiros. E a posterior desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros com lastro e associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*) que culminou na falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, conferindo um caráter sistêmico aos problemas financeiros evidentes.

Conforme continua Maryse Farhi (2011), nessa fase, a impressão que se tinha era que as lições da Grande Depressão haviam sido compreendidas, o que permitiria evitar novamente os erros das políticas econômicas que contribuíram para seu aprofundamento e sua extensão. Embora originadas de conceitos e correntes teóricas de economia muito distintas, essas lições possuíam uma importante propriedade em comum: todas preconizavam por uma forte intervenção na condução da economia por parte do Estado, indo de encontro às políticas de *laissez-faire* e às diretrizes das políticas macroeconômicas recomendadas pelo *mainstream* econômico (conceito no qual se moldura o Fundo Monetário Internacional - FMI).

Entre o ano de 2009 e 2010, estaria presente a segunda fase da crise, para Maryse Farhi (2011) ela se configurou por uma recuperação do preço de ativos financeiros e por uma mudança de expectativas para uma seguinte retomada de crescimento econômico, resultantes das políticas fiscais e monetárias adotadas no período anterior. Diversos indicadores financeiros voltaram a apresentar bons resultados, em muitos países como os Estados Unidos e o próprio Brasil, os índices das principais bolsas cresceram mais do que em períodos anteriores ao início da crise. Muitas das perdas financeiras sofridas durante o período de recessão e do “derretimento” dos preços de ações e demais ativos financeiros, foram recuperados, principalmente pelos bancos. O nível de crédito na economia voltou a ser muito alto, principalmente para estimular consumo e novos investimentos.

Esse bom desempenho nos mercados financeiros em diversas economias levaram os bancos à percepção do “*business as usual*” e a restabelecer pressões para

evadir ou minorar as alterações na supervisão e regulação financeira. Mas paralelo a isso durante esse período, a economia produtiva voltou a sofrer com os impactos proporcionados pelas consequências da crise, muitas empresas ainda encontravam-se em dificuldades, reavaliando investimentos, cortando gastos e contratando menos. As famílias que estavam com um nível de endividamento muito alto e sem segurança em relação a seus empregos, não buscaram o crédito disponível nos bancos. E a economia voltou a sofrer com forte queda do nível de atividade e alta do desemprego. Essa discordância norteou o desgosto da população em relação aos incalculáveis valores dos programas de socorro às instituições financeiras (comparado com os inauditos recursos talhados a programas sociais no período) e à ausência de mecanismos ou de vontade política para impedir a realização do pagamento de milionários bônus a seus diretores e dirigentes. Tal ressentimento é o ponto de partida de diversos filmes, documentários, livros e artigos da imprensa sobre o papel e a importância das instituições financeiras na dinâmica que se desencadeou com a crise. Nessa época criaram-se comissões parlamentares de inquérito e julgamentos de vários técnicos e dirigentes de instituições que estiveram no cerne dos principais problemas financeiros ocorridos. O que resultou ainda em um movimento social que buscava achar culpados pelo desastre econômico ocorrido, incentivado inclusive por pessoas influentes na sociedade norte americana, chamado “Occupy Wall Street”.

Em relação a essa nova contextualização da crise com toda a dificuldade de se entender o que estava realmente ocorrendo e a lacuna existente entre esferas da economia, dadas características econômicas de cada nação, Maryse Farhi (2011, p. 06) relata que,

A expansão maciça dos déficits públicos e dos balanços de bancos centrais para combater a crise era, então, amplamente considerada como excepcional e temporária. De fato muitos governos e bancos centrais, desconfortáveis com a situação, começaram a partir do segundo semestre de 2009 a falar sobre uma "estratégia de saída". Mas, as reversões provaram ser muito mais complexas do que se previa, com os déficits públicos prosseguindo sua trajetória de ampliação diante da forte queda de receitas ocasionada pelo baixo nível da atividade econômica. Foi, igualmente, nesta fase que as políticas macroeconômicas começaram a divergir entre a Europa mostrando-se muito mais preocupada com os desequilíbrios fiscais do que com um crescimento econômico sustentável como os Estados Unidos.

Então a partir do início de 2010, desenvolve-se o que a autora chama de terceira parte do desenvolvimento da crise. Essa fase mostrava e trazia a tona mais

claramente diversos problemas de diferentes proporções e soluções das economias, jamais enfrentados num contexto de crise, dos principais países em ambos lados do Atlântico, com prováveis e grandes chances de influenciarem o arranjo da economia mundial.

A primeiramente promissora e agora esperada recuperação das economias mostrou-se debilitada, por diversas razões. Ressaltando em um lado às políticas macroeconômicas contracionistas e austeras na Europa, e de outra forma, à necessidade das instituições financeiras e detentoras de dívidas públicas, e das famílias, de prosseguir no processo de redução de suas dívidas e garantia de recebimentos dos compromissos firmados.

Durante esse período, nos Estados Unidos, o FED passou a conduzir e implantar políticas monetárias diferenciadas para incentivar o investimento privado e o crescimento econômico na tentativa de reduzir o desemprego. Comprou então diversos títulos que estavam em poder do mercado e do público com o objetivo de restaurar equilíbrio patrimonial para empresas que estavam com títulos deflacionados e até mesmo ilíquidos em seus ativos, sendo que o Banco Central tornou-se o comprador em última instância destes ativos. Como consequência houve injeção de dinheiro na economia, o que é salutar em momento de depressão econômica.

Mas paralelo a isso outro problema evidente passava a ser muito abordado no âmbito econômico mundial, a situação das economias dos países da zona do Euro. O Banco Central europeu adotou medida diferente do Banco Central americano.

Esses países que ainda encontravam-se ou em recessão ou em estagnação de suas economias, devido ao alto nível de endividamento proporcionado pela adoção de políticas de salvação a instituições financeiras e expansões monetárias (necessárias segundo os governos por culpa da perda de competitividade de suas indústrias na atual valorização do Euro e desaquecimento de suas economias), ficaram limitados enquanto a adoção de novas políticas capazes de alterar o quadro depressivo. Ou por muitas vezes pela falta de organização e convergência de interesses entre os diferentes países integrantes da Zona do Euro.

Nessa fase da crise, o epicentro passou a ser a União Monetária Europeia (UME) que resvalava para uma crise das dívidas soberanas, marcada pela desconfiança dos mercados financeiros em relação à capacidade de honrar os compromissos financeiros de diversos países da região. Em alguns casos, o período de boom ou de bolha anterior havia ocultado muitas mazelas

econômicas e encorajado o aumento do ritmo dos gastos públicos. Mas, em outros casos, as origens dessa deterioração da situação fiscal estavam diretamente ligadas à crise financeira: custo fiscal das operações de resgate financeiro, perdas de receitas causadas pela recessão e renúncias fiscais discricionárias tomadas para estimular a atividade econômica. (Maryse Farhi, 2011, p. 06).

Frente ao conservadorismo do Banco Central Europeu de não expandir o oferta de moeda e a preocupação do governo da Alemanha em garantir a situação de seus bancos, que eram os principais credores e, por isto, depositários das dívidas dos demais governos da zona do euro, houve a recomendação e exigência de adoção de políticas de austeridade. Tal primazia não ficou encadeada apenas aos países da zona do euro que mais enfrentavam esses problemas como a Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha. Ela se estendeu a outros países não visados pelos mercados como a Alemanha e a França e também para países que embora pertençam à Comunidade Europeia não são adeptos ao Euro como moeda única, como a Inglaterra e a Hungria. Esta visão de política macroeconômica de restauração financeira através de geração de superávits fiscais e redução do nível de endividamento dos governos nacionais implicou na adoção de políticas de forte restrição fiscal e corte de gastos públicos, tanto nos gastos correntes como de novos investimentos. Ora, são políticas contrárias a visão keynesiana de retomada do nível de atividade, primeiro com aumentos dos gastos públicos e, em sequência à novas expectativas, a retomada dos investimentos provados.

Esse momento ruim das principais economias do ocidente e pouco tempo após um quadro de recessão, pode ser análogo ao que usualmente foi caracterizado como uma “dupla recessão” (*double dip recession*). Portanto, as medidas de política econômica não alteraram a trajetória de recessão das economias.

Schiller (2010) em um artigo publicado no *The New York Times*, define esse termo como abrangente de um horizonte temporal relativamente longo.

Esse fenômeno se inicia por uma recessão na qual o desemprego sobe para um nível elevado e, em seguida, se reduz num ritmo demasiadamente lento. Antes que o nível de emprego volte ao patamar normal, ocorre uma segunda recessão. Enquanto nova recuperação econômica não se completar, estaremos numa dupla recessão, mesmo se houver anos entre as duas quedas. (NYT, Schiller, 2010)

Sendo assim, para muitos autores estamos vivendo uma dupla recessão, que pode ser comparada com a vivida durante a Grande Depressão, em relação a isso o autor continua.

No último século, houve apenas uma dupla recessão, com essa definição, e ela foi séria. Tudo começou com a recessão 1929-1933, que foi seguida por outra recessão em 1937-38. Entre essas quedas, a taxa de desemprego nunca se estabeleceu abaixo de 12,2 por cento. Essas duas recessões, separadas por quatro anos, são agora geralmente agrupadas como um único evento, a Grande Depressão.” (NYT, Schiller 2010)

A divergência entre as interpretações do que estamos vivendo economicamente, influencia diretamente na solução proposta por cada instituição ou governo dos países atuantes. Conforme lembra o atual presidente do FED, Ben Bernanke, em um paper escrito em 1994,

Na Grande Depressão, políticas macroeconômicas divergentes contribuíram para a extensão e profundidade da crise. Elas estavam essencialmente ligadas à política cambial, com alguns países abandonando o padrão ouro, enquanto outros tentavam mantê-lo a qualquer custo. A evolução histórica mostrou que os países que abandonaram primeiro o padrão ouro foram capazes de aumentar sua base monetária e seus preços, provocando uma depreciação cambial e tendo recuperação mais rápida do que aqueles que mantiveram esse regime cambial por mais tempo e foram forçados à deflação (Ben Bernanke, pg. 30, 1994).

Conforme aconteceu na década dos anos 30 do século passado, diferentes interpretações sobre recuperações econômicas após a crise nas principais economias ocidentais levaram a políticas macroeconômicas bastante distintas. Essa divergência é contrária ao que se observou na primeira fase da crise, onde os países integrantes do G20 através de seus líderes coordenaram suas políticas econômicas de forma conjunta, para socorrer bancos e instituições financeiras e evitar novas complicações imediatas com o funcionamento do sistema financeiro, e suas consequências para a economia como um todo.

As políticas passam a ser agora decididas internamente em cada país e voltadas para a tentativa de reestabelecer a competitividade das exportações, da indústria e da produção agrícola. Muitas vezes isso ocorre pela expansão da base monetária o que de forma indireta, mas desejável, acaba por desvalorizar a moeda local incentivando as exportações em busca de novos mercados consumidores e impedindo um grande volume de consumo interno através de produtos importados. Porém as ferramentas tanto



de política monetária, quanto de política fiscal, utilizadas pelo BCE ou pelos Estados Unidos encontram-se delimitadas. Pois o nível de endividamento e o valor da dívida pública de suas economias, em alguns casos, já passam de 100% do valor do PIB. Em relação a isso Maryse Farhi relata que,

Essas divergências estão, sobretudo, relacionadas à avaliação dos riscos das economias resvalarem para novo episódio recessivo. As autoridades econômicas das principais economias desenvolvidas estão confrontadas a um dilema: manter os estímulos macroeconômicos por temor a uma dupla recessão e/ou a um processo de deflação ou retirar parte ou a totalidade desses estímulos, por considerar que o déficit das contas públicas chegou a um ponto crítico e que seu controle tornou-se prioritário. (Maryse Farhi, pg. 7, 2011)

Portanto, essas divergências nos rumos das políticas macroeconômicas moderam a evolução da economia mundial e podem agravar seus problemas. E embora as adoções de políticas públicas por parte dos Governos tenham conseguido em algum momento um crescimento econômico e atenuação dos problemas enfrentados, nenhuma delas foi capaz de solucionar os principais problemas ainda presentes nas economias dos Estados Unidos e União Europeia. Seja pelo objetivo da contenção do nível de dívida pública e evidenciação de um superávit nas contas dos Governos, ou pelo principal indício da negatividade do quadro econômico desses países, o baixo ou estagnado crescimento econômico com a presença de um alto nível de desemprego.

Quando nos deparamos com um contexto econômico como esse, em que o governo possui seus principais instrumentos de política econômica comprometidos, somam-se aos problemas econômicos a questão política, e com um quadro de divergências atuantes tanto na constatação dos problemas, como em relação à escolha das principais prioridades e adoções das políticas para defender os interesses daqueles que lhes é mais importante. Pode-se colocar ousadamente que a adoção de políticas econômicas depende tanto de teorias econômicas e suas recomendações quanto de interesses econômicos que pressionam o governo para sair primeiro e com menos custos da crise econômica. O setor financeiro, principalmente os bancos credores fizeram a sua pressão para que fossem socorridos e tivessem garantias de pagamento de dívidas. A recomendação de políticas econômicas de austeridade fiscal e redução do endividamento não podem ser entendidas apenas pelo respaldo de teorias econômicas,

mas também pelas pressões políticas. Da mesma forma, as políticas econômicas de cunho keynesiano não são negligenciadas apenas pela não afinidade com esta vertente teórica, mas pela pressão política. Afinal, os políticos são mais pragmáticos que os economistas que, na maioria das vezes, se alinham a uma teoria. Portanto, não houve apenas erros de política econômica, houve sobretudo respostas pragmáticas aqueles que souberam fazer pressão política, com a ajuda de teorias econômicas.

### 4.3 Estímulos e Divergências

Quando instaurado o pânico nos mercados financeiros e acontecida uma forte reversão das expectativas dos agentes econômicos, a reação dos Governos pareceu ser de acordo com aquilo que foi aprendido durante a Grande Depressão ocorrida no século passado, mobilizando forças e transparecendo a todos que as políticas econômicas tomadas seriam capazes de impedir ao máximo o aprofundamento e duração da recessão. Apesar de diferentes formas possíveis de intervenção na economia, os conceitos que dominavam o *mainstream* eram provenientes de correntes de pensamento econômico muitas vezes sendo novoclássica ou novokeynesiana, que acreditavam no papel do mercado como estabilizador da macroeconomia, o que restringiria o poder de políticas econômicas porque essas seriam antecipadas pelos agentes. A ideia de que os governos devem dar o exemplo de bom comportamento com políticas de austeridade econômica, tal qual uma família ou uma empresa, e que os mercados financeiros iriam entender esta políticas como benéficas ao mercado dominaram as recomendações de política econômica, principalmente as sob influências de organizações internacionais, como FMI e Banco Central Europeu. Essa corrente de pensamento atuante por cerca de 30 anos no cenário econômico ocidental, entre as principais economias muitas vezes foi chamada de o “novo consenso”, porém difere e muito dos princípios básicos econômicos que foram utilizados após a Grande Depressão da 1930 que tiveram forte lastro nas teorias econômicas de Keynes. O chamado “novo consenso” está bastante divergente ao que havia sido apontado anteriormente as políticas keynesianas, após a Grande Depressão: a forma de administrar a economia baseando-se na crença da livre atuação das forças de mercado não é eficiente para evitar e, posteriormente, acabar com a depressão econômica. E conforme aprendido nas primeiras décadas do século passado,

os governos efetivaram então políticas econômicas não usuais para lidar com a falta de liquidez e com a queda da demanda agregada. Por serem eminentemente discricionários, esses instrumentos teriam sido, anteriormente, considerados inadequados pelo *mainstream* e pelo FMI.

A reação, mais pragmática do que teórica ou ideológica do Banco Central dos EUA foi de atuar no mercado financeiro garantindo liquidez e atuando junto aos bancos para evitar uma corrida aos saques e uma espiral deflacionária. Isso ocorreu após a falência do Lehman Brothers, dando a crise um caráter sistêmico, então os Governos tentaram não levar o pânico instaurado nos mercados financeiros para a economia como um todo, na tentativa de manter a disponibilidade de crédito e os níveis de demanda.

A corrente de pensamento Keynesiana e Pós-Keynesiana a partir principalmente de 2007 voltou a ser bastante lida e invocada por estudiosos, governantes e inclusive por analistas trabalhando em instituições financeiras. Um autor pós-keynesiano vem sendo lembrado em particular, Hyman P. Minsky, pois conforme visto no primeiro capítulo desse estudo, se fez muito importante na tentativa de se entender o processo de crise que passamos e em que processo nos encontramos hoje, buscando assim saber quais medidas necessárias para impedir que a crise e seus efeitos ocasionados se tornem uma depressão. O colapso sofrido pelo mercado hipotecário de alto risco em agosto de 2007 nos Estados Unidos, foi considerado um "momento Minsky" (Palley, 2010), a fragilidade em que se encontrou o sistema financeiro que posteriormente ruiu e a recessão profunda foram vistas como a confirmação da "hipótese da instabilidade financeira" de Minsky (1982).

Vimos no capítulo primeiro à teoria da fragilidade financeira postulada por Minsky, porém, a contribuição de Minsky vai além do diagnóstico da crise. Em 1986 ele publicou um trabalho que questionava o que seria capaz de impedir que as crises recorrentes do mercado financeiro se tornassem depressões. Sua proposta, alinhada com o pensamento keynesiano, reside na atuação de dois agentes econômicos: o *Big Government* e o *Big CentralBank*.

A função do *Big Government* é muito importante, pois, os gastos fiscais são capazes de realizar a manutenção ou expansão do nível do emprego, renda e as receitas das empresas. Gastos esses que resultam num déficit do *Big Government*, que se refletem em três consequências: 1) efeito renda e emprego – é o efeito multiplicador da despesa pública e inclui pagamentos de transferências e juros. 2) efeito *budget (cash-flow)* - os déficits do governo irão manter os fluxos de caixa permitindo que os juros das

dívidas privadas sejam pagos e, além disso, irão manter os fluxos de lucros para as firmas. 3) efeito portfólio – os instrumentos financeiros usados para financiar o déficit são considerados ativos seguros, que ajudam a estabilizar a economia, já que fornecem maior segurança para os portfólios privados.

No outro lado, o *Big Central Bank* (um emprestador e financiador em última instância) possui a função de estabilizar o preço dos ativos e o mercado financeiro. Sendo assim, o *Big Government* influencia aumentando o nível da demanda agregada, dos superávits setoriais e no aumento da participação de títulos públicos nos portfólios, e o *Big Central Bank* atua no valor da estrutura dos ativos e no refinanciamento disponível para as carteiras.

Para evitar-se então um efeito como o espiral deflacionário e depressão, parecidos com o evidenciado na década de 30, foi necessário uma forte intervenção estatal na economia. Em relação aos Estados Unidos, o ex-secretário do Tesouro, Henry Paulson, afirmou que “a economia chegou “muito perto” de um colapso que a jogaria na segunda Grande Depressão e o governo só tinha uma coisa a fazer: socorrer as firmas financeiras” (McKee e Cook, 2010). O que revela mais seu pragmatismo em relação a uma situação emergencial do que uma adesão às teorias e recomendações keynesianas. E essa foi praticamente a primeira ação dos governos de vários países, principalmente dos EUA, imediatamente afetado pela crise. Os Governos atuaram tanto com instrumentos tradicionais de política monetária e fiscal, quanto com políticas não tradicionais e discricionárias ao extremo.

A partir de constatado o começo da crise, em setembro de 2007, o FED e o BCE reduziram de forma súbita e profundamente as taxas básicas de juros e a taxa de redesconto, na tentativa de aliviar problemas de liquidez nos bancos. O que colocou os Estados Unidos por exemplo em patamares como o do Japão que, desde meados de 1995, mantinha taxas de juros próximas de zero (Board of Governors of the Federal Reserve, 2002). Expandindo também os prazos das operações de redesconto. Esses instrumentos tradicionais de ação dos bancos centrais possuem seus efeitos limitados, podendo deparar-se como um quadro de excesso de liquidez no mercado financeiro. Mas liquidez essa que não se transporta para a economia produtiva, ficando apenas estacionada nos bancos e instituições financeiras, criando um quadro parecido como a “armadilha da liquidez”, postulada por Keynes que seria um ponto em que a política monetária não consegue mais fomentar o crescimento pela queda da taxa de juros (Krugman 2012). Mesmo que em crises vivenciadas anteriormente a essa, em que a

política tradicional de expansão da liquidez e socorro as instituições financeiras tenham sido suficiente para conter ou evitar a recessão. O que pode indicar uma situação em que os bancos estavam mais preocupados em sanar suas próprias finanças mas com relutância de fazer novos empréstimos para as empresas. A dimensão da crise constatada em 2007 e sua velocidade e conexão dos efeitos negativos no mercado financeiro, foi tal que obrigou os Governos da Europa, dos EUA e do Japão a recorrer a formas de intervenções não tradicionais e altamente discricionárias (Krugman 2012).

Mesmo após algumas intervenções realizadas, declarações como a do presidente do Banco da Inglaterra afirmando que não interviria no quinto maior banco hipotecário do país, o Northern Rock, geraram corrida aos bancos que obrigou posteriormente, em fevereiro de 2008 a autoridade monetária do país a nacionalizá-lo. Porém, o caso principal e símbolo do início da crise financeira global, atribuindo um caráter sistemático nesse processo, foi à falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008. Dado o tamanho e a representatividade da instituição, os efeitos foram bastante negativos no funcionamento do mercado financeiro, aconteceu uma paralização nas transações interbancárias e a liquidez se reduziu na economia. Nesse momento os investidores alteraram suas expectativas e passaram a liquidar muitas operações, ou até a montar suas estratégias na ponta vendedora do mercado, levando pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em nível global.

O Tesouro do Governo Norte Americano e o FED sofreram diversas críticas por não terem socorrido esse banco de investimentos, tanto por autoridades estrangeiras, como por banqueiros e economistas. Em relação a isso, o presidente do FED, Ben Bernanke (2008), se defendeu e alegou que “os problemas no Lehman eram bem conhecidos há algum tempo e que os investidores reconheceram claramente que a falência da empresa era significativamente possível. Desta forma, nós julgamos que os investidores e suas contrapartidas teriam tido tempo de tomar medidas de precaução”. O que indica que o primeiro diagnóstico foi de má alocação dos recursos da instituição específica que, por sua vez, deveria ser punida com a falência, como uma medida de efeitos apenas microeconômica, sem imaginar a dimensão sistêmica e o impacto macroeconômico.

Porém, Bernanke enquanto discursava no Congresso dos Estados Unidos (2010) acabou admitindo que para ele essa decisão havia sido errada, ao afirmar que “o Lehman provou que nunca se pode deixar uma firma grande e internacionalmente ativa

falir no meio de uma crise internacional”. O que para muitos ficou confirmado o termo “Too big to Fail”, que consiste em dizer que algumas instituições financeiras são grandes demais para falirem e, portanto, não devem falir.

Depois disso, ocorreu a compra do gigante banco norte americano Merrill Lynch pelo Bank of America, enquanto o Goldman Sachs e o Morgan Stanley obtiveram autorização para se transformar em *holding* financeiras, submissas às normas de Basileia e à supervisão do Federal Reserve e com amplo acesso às operações de redesconto das autoridades monetárias. Outro fato importante, foi que a seguradora de bancos e outras instituições financeiras que participou do processo que culminou no crise, AIG, passou a receber empréstimos e financiamentos diretamente realizados pelo FED, atingindo a quantia de US\$ 182,5 bilhões, pois, esta estava prestes a falir pelo fato de ter vendido derivativos de crédito (*credit default swaps*, CDS) por um valor nominal de US\$ 2,7 trilhões (Krugman 2009).

Durante a mesma época, demais instituições financeiras não bancárias como *hedge funds* e outros investidores institucionais, principalmente as seguradoras e os fundos de pensão passaram por uma “corrida bancária” contra o *global shadow banking system* na expressão de McCulley (2007), ou de uma “corrida bancária contra não bancos” segundo Kedroski (2007). Revelando assim a notoriedade que tomaram as instituições financeiras não bancárias, o FED e o Tesouro norte americano acabaram por socorrer também essas instituições, assim como o Banco da Inglaterra também exerceu políticas semelhantes por meio de operações de *swaps*.

Nesse período as políticas monetárias do FED foram inéditas na tentativa de manter a liquidez ao sistema ou, segundo Stiglitz (2010), para transferir todos os riscos dos mercados privados para o governo. Mattos (2010) mostra que grande parte desses novos instrumentos foi criada a partir de setembro de 2008, para lidar com o “empoçamento” de liquidez, isto é, dinheiro retido nos bancos que não estavam interessados em emprestar, no mercado interbancário decorrente dos impactos da quebra do banco Lehman Brothers.

Uma das mais importantes ações do Governo norte americano foi à criação de instrumentos de liquidez para comprar ativos de diferentes maturidades (do curto prazo, como os *commercial papers*, até o longo prazo, como os *Mortgage Backed Securities*) que existiam nos balanços das financeiras e que não eram mais absorvidos por investidores ou mercado, tornado os papéis sem valor.

É paralelamente nesse momento, em que o Tesouro americano propõe ao Congresso Nacional um pacote de estímulos que previa um montante de US\$ 800 bilhões para auxiliar as instituições bancárias que corriam risco de falência e contágio financeiro sistemático. E no dia 19 de dezembro de 2008, o presidente Bush afirmou que esses recursos poderiam ser usados não só no socorro em relação às instituições financeira, dada a imensidão da crise e o contágio eminente na economia produtiva, mas sim para qualquer medida que o secretário do Tesouro julgasse prioritária para conter os efeitos da crise. Permitindo assim a intervenção estatal em gigantes automobilísticas que já foram as maiores empresas do mundo, e orgulharam durante anos os Estados Unidos, que estavam abeiradas da falência como a Chrysler e a General Motors. Empresas essas que passaram a ser durante anos, estatais do Governo americano. (citar fonte)

Esses instrumentos nada usuais proporcionaram uma grande expansão do balanço do FED. Antes do período da crise, esse balanço era de, aproximadamente, US\$ 870 bilhões, passando para mais de US\$ 2 trilhões até setembro de 2009. A constituição dos ativos desse balanço mudou significativamente: em julho de 2007, os títulos públicos federais representavam 87% do total; em fim de dezembro de 2008, essa participação era de apenas 21%, enquanto o saldo era constituído por títulos de dívida privados, incluindo os lastreados em hipotecas (Mattos, 2010).

Nas primeiras intervenções, essas aquisições realizadas pelo FED foram financiadas pelo Tesouro através do *Supplementary Financing Programm* (SFP). O saldo dessa conta passou a ser então em dezembro de 2008 o valor de US\$ 400 bilhões, ainda assim os programas do Tesouro não foram suficientes para sustentar as intervenções realizadas pelo FED que passara a partir de março de 2009 a comprar também títulos da dívida pública federal, sinalizando que a taxa de juros básica da economia se manteria baixa por muito tempo. Para atender a todas essas atuações e financiar suas operações, ocorreu-se então expansão da base monetária através da criação de moeda. Essa soma do dinheiro em circulação e das reservas bancárias estava próxima a US\$ 2 trilhões, um crescimento de 142% em três anos segundo dados no site do FED em dezembro de 2010 (Krugman 2012).

A crise financeira que teve seu início no mercado financeiro dos EUA repercutiu na Europa, muito rapidamente com as características iniciais no ano de 2007, com a falência de bancos e dados negativos nos balanços das instituições financeiras. As primeiras medidas de política econômica tomadas pelos países europeus foram através do Banco Central Europeu (BCE) e o Banco da Inglaterra, ambos lidaram com esta crise

valendo-se dos instrumentos tradicionais: redução da taxa básica de juros e leilões de linhas de crédito. Mas nessa altura dos acontecimentos, à medida que as tensões aumentavam, o BCE elevou os montantes e os prazos dos leilões de linhas de crédito, embora mantivesse suas características gerais e sua concessão mediante leilões (Freedman, 2009).

Conforme ia avançando a crise e aprofundando seus efeitos, a atenção deslocou-se do resgate de instituições financeiras em dificuldades para a necessidade de sustentar a demanda agregada na mais acentuada queda desde a Grande Depressão na década de 1930. Não só a política monetária expansionista e os resgates às diversas empresas foram suficientes, como também a política fiscal mostrou-se essencial para a recuperação econômica global, ou, no mínimo, para evitar novas quedas do Produto Interno Bruto (PIB). A declaração final da reunião de novembro de 2008 do G-20, em Washington, prometeu "usar medidas fiscais para estimular a demanda doméstica, com efeito rápido." Em março de 2009, economistas do FMI (Freedman, 2009) demonstravam preocupação com o destino das economias nacionais e a possibilidade da entrada das principais economias em um período prolongado de recessão, queda da demanda agregada e alto nível de desemprego. E em contrapartida a isso, consideravam que "estímulos fiscais globais são essenciais para suprir a demanda agregada e restaurar o crescimento econômico. O FMI apela para que esses estímulos fiscais sejam adotados em todos os países em que isso seja possível, tanto em economias emergentes, quanto em economias desenvolvidas" (Freedman, 2009).

Esses economistas referiam-se ao fato de que "embora a combinação de política fiscal e a política monetária possam dar contribuição significativa para prevenir um ciclo vicioso de recessão e deflação, alguns países têm restrições de financiamento, enquanto outros são limitados por níveis elevados de dívida." (Freedman, 2009). Imediatamente, preocupações com a saúde da economia de alguns países como os do Leste Europeu começaram a surgir, principalmente pelo fato de que eles necessitavam de empréstimos de bancos internacionais para dar continuidade na rolagem de suas dívidas. Depois da falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, diversos países passaram a sofrer dessa restrição ao crédito internacional, sobretudo, europeus, como a Hungria, Polônia, Ucrânia, Lituânia, Estônia e Letônia e Islândia.

Países que realizaram intervenções também na área fiscal, conclui-se que em quase todas as evidências os planos foram realizados entre dois momentos, o primeiro no final do ano de 2008, logo após a falência do Lehman. E o segundo quando a crise



econômica instaurada na economia produtiva mostrou que era mais complexa e profunda do que muitos acharam depois do abrandamento proporcionado pelos primeiros estímulos, no primeiro trimestre de 2009. No ano de 2008 nos Estados Unidos, a população pagadora de impostos no menor nível de renda, recebeu uma reinstituição no valor de US\$ 100 bilhões e as empresas tiveram cortes momentâneos de impostos no valor de US\$ 50 bilhões. Já durante o mandato presidencial de Barack Obama em janeiro de 2009, foi aprovado no Congresso um pacote de estímulo fiscal de aproximadamente US\$ 790 bilhões, o chamado ARRA (Krugman 2012).

Do outro lado do Atlântico a Comissão Europeia no fim do ano de 2008, elaborou um plano para enfrentar a crise econômica instalada nos seus 27 países membros. As políticas consistiam em aplicar medidas de curto prazo estimulantes no consumo e demanda, a fim de manter os investimentos e os postos de trabalho; e de longo prazo com o objetivo de investir em setores estratégicos, no valor de 200 bilhões euros, o equivalente a 1,5% do PIB da União Europeia, proveniente de recursos das nações, do orçamento da UE e do Banco Europeu de Investimento (Krugman 2012).

A atuação dessas políticas econômicas não eram bem definidas em relação ao método dos planos nacionais. Algumas medidas eram constituídas em objetivos de estimular à demanda como evidenciadas no Reino Unido, e em menores proporções na Espanha, Itália ou Alemanha, outros eram com características de incentivos ao financiamento, crédito e à oferta, como o plano realizado na França e o primeiro aplicado na Alemanha. As políticas fiscais das principais nações afetadas pela crise quase sempre foram compostas por ações que proporcionavam incentivos para dar suporte ao crescimento em curto e médio prazo baseado em expansão do gasto público em infraestrutura e de ajudas ao bastante afetado setor imobiliário. A maioria dessas políticas era composta por renúncias fiscais selecionadas pelo Estado. Na Alemanha, o imposto residente sobre algumas empresa foi reduzidos. Mas na maioria dos planos as medidas tomadas tinham como alvo às pequenas e médias empresas e ao incentivo à criação de fontes de energia renovável (Krugman 2012)..

A Comissão Europeia aconselhava que o tamanho dessas políticas econômicas deveria alcançar perto de 1,2 pontos percentuais do PIB. Mas, na verdade, os pacotes de estímulo fiscal anunciados para 2009 e 2010 encontraram esse patamar apenas nos Estados Unidos e nos países da Ásia, nos países europeus esse número não foi alcançado (Krugman 2012).

Em março de 2009, os dirigentes de vários dos países europeus negaram o que havia pedido os Estados Unidos em relação ao aumento ou continuidade das políticas de incentivo e para fazer mais para recuperar o crescimento da economia mundial. Tanto por aumento no cortes de impostos como pela expansão dos gastos do Governo ou, ainda, por um maior reforço na ajuda aos países do Leste Europeu (White, 2009). Pouco tempo depois, para simbolizar o que já estava evidente, o primeiro-ministro checo Mirek Topolanek, que assumiu a presidência da União Europeia, diagnosticou a proposta do plano de incentivos fiscais do presidente norte americano Barack Obama como "a estrada para o inferno" que os governos da UE deviam evitar (White, 2009). Esse período marca bem o momento em que as políticas econômicas divergem nos dois lados do atlântico, evidenciando as divergências tanto de condução das políticas econômicas, quanto da interpretação da solução e constatação dos problemas que cada nação estava enfrentando no pós-crise.

## **5. A CONTROVÉRSIA SOBRE A POLÍTICA ECONÔMICA NA SEGUNDA FASE DA CRISE FINANCEIRA: A HORA DAS POLÍTICAS DE AUSTERIDADE**

No ápice dos efeitos negativos da crise financeira, com os índices dos mercados financeiros em seu “fundo do poço”, bancos e dirigentes econômicos aclamavam para todos ouvirem que fossem realizadas injeções de trilhões de dólares no socorro a Wall Street e demais mercados financeiros dos principais países desenvolvidos afetados pela crise. Conforme visto na seção anterior em um primeiro momento, os incentivos e políticas econômicas baseados na criação de nova dívida e geração de déficits públicos foram aplaudidas pelos agentes dos mercados financeiros e pelos investidores. Os Governos por meio dos seus Tesouros e bancos centrais efetivaram diversas aplicações de capital público para assegurar a liquidez das grandes instituições, mantiveram as garantias para depositantes e credores, além incentivos na forma de renúncia fiscal na tentativa de reativar o crescimento de suas economias, e evitar que a crise tomasse proporções como as da Grande Depressão.

Portanto, grande parte das dívidas e números negativos nos balanços dos bancos e empresas privadas foi em boa parte substituída por aumento do endividamento público, transferindo o ônus da crise para os Governos e contribuintes em última instância. Mas a partir do segundo trimestre de 2009, quando a economia da maioria dos países teve uma melhora no desempenho e as empresas passaram a resgatar sua lucratividade, o mercado financeiro voltou a elevar o seu poder de barganha. Agora as atenções em relação aos problemas a serem enfrentados deixaram de ser os balanços e saúdes das empresas privadas e bancos, e passaram a chamar a atenção dos analistas econômicos a sustentabilidade dos níveis de endividamento dos Governos e os déficits públicos.

Portanto, no começo de 2009, mas principalmente no segundo semestre do mesmo ano, as políticas anticíclicas usadas pelos governos passaram a receber duras críticas em relação a sua necessidade de continuidade e a sustentabilidade dessas ações. O pensamento neoliberal do mainstream anterior à crise, baseado na ideia de que o equilíbrio fiscal era o melhor sinal que o governo poderia dar para os mercados

funcionarem perfeitamente, voltou a dominar as opiniões e ações de muitas das economias desenvolvidas. Estava plantada então a divergência na interpretação e na ação dos governos nacionais em relação ao futuro breve da condução de suas economias.

E nesse período podemos ver que os países da zona do euro mostraram-se mais suscetíveis ao ideário conservador e de tendências restritivas. Nos Estados Unidos, ainda assombrados pelo fracasso de sua economia na década de 30, mantiveram muito dos estímulos e das políticas econômicas expansionistas, na tentativa de assombrar o mau potencial de uma deflação e resgate ao número de empregos perdidos.

Recapitular o ocorrido na década de 1930 pode ser salutar para entender a dinâmica das crises econômicas e os dilemas de política econômica. Na época da Grande Depressão nos EUA, em 1936, os principais indicadores econômicos recuperaram os níveis do final da década de 1920 (exceto o desemprego que se manteve elevado em 11%) e, na primavera de 1937, a produção industrial americana superou a de 1929 abrindo espaço para o pensamento conservador como acontece na atualidade. Portanto, da mesma forma, as políticas econômicas e análises dos economistas com pensamento conservadores havia mudado o foco para a preocupação com os níveis de inflação e o endividamento público, pois esse último, em relação ao PIB tinha passado de 16% em 1929 para 40%, em 1937 (Krugman 2012).

Com isso, em junho de 1937, a administração das políticas econômicas do Governo do presidente Roosevelt decidiu cortar gastos e aumentar impostos, na tentativa de equilibrar o orçamento federal. O orçamento federal então voltou a estar próximo do equilíbrio em 1938, mas imediatamente esses cortes acabaram influenciando negativamente a fragilizada recuperação econômica incentivada pelos apoios governamentais, resultado num péssimo desempenho econômico levando a um resultante declínio próximo a 11% no PIB real. A taxa de desemprego saltou de 14,3% em 1937 para 19,0% em 1938, passando de 5 milhões para mais de 12 milhões no início de 1938. A produção industrial caiu 37% desde o pico de 1937 o investimento mais de 50%, enquanto os preços das ações caíram mais de 40%. A inflação cessou e os preços voltaram a cair (Palley 2012).

Os economistas baseados nos ensinamentos keynesianos atribuíram à responsabilidade dessa recaída às políticas econômicas restritivas configuradas pelos cortes nos gastos federais e ao aumento de impostos. Dessa forma, o Governo então voltou a tomar medidas que incentivassem o crescimento econômico e substituísse o

investimento privado que estava momentaneamente muito enfraquecido dadas as expectativas negativas em relação às economias. Ações como intensificação das obras públicas, subsídios à agricultura, diminuição da jornada de trabalho e medidas de regulação do mercado financeiro foram algumas das realizadas pelo governo de Roosevelt para tentativa de restabelecer o crescimento econômico. Segundo pensadores keynesianos essas medidas tiveram efeitos positivos na economia, mas foram insuficientes para retomada do crescimento econômico capaz de alterar as expectativas dos empresários e a retomada do investimento privado e conseqüente diminuição no nível de desemprego, algo que só foi conseguido posteriormente com a Segunda Guerra Mundial. Esse período constituído entre a recuperação momentânea do pós crise volta à recessão ficou conhecido como o *double dip*, algo que assombra para muitos economistas o nosso cenário econômico atual.

## 5.1 Do Outro Lado do Atlântico

A recuperação proporcionada pelas políticas econômicas após 2008 foi percebida com o nível dos preços dos ativos financeiros como ações e commodities subindo de forma muito acentuada novamente. Mais uma vez, percebido a recuperação como uma superação da crise econômica, houve o resurgimento das recomendações de políticas de austeridade fiscal como o melhor sinal para a recuperação econômica, que deveria vir pelo setor privado. Abriu espaço para o ressurgimento do pensamento liberal de não intervenção do Estado nos rumos da economia, e que aquelas políticas haviam sido suficientes para reativar a ignição do motor da economia mundial, tanto no setor financeiro como no produtivo, dado os bons resultados das empresas em 2009 e começo de 2010. Porém, muito desse sucesso do mercado financeiro foi proveniente de uma recuperação normal depois de quedas abruptas do preço de ativos, e da aplicação do grande volume em caixa que os bancos possuíam e quem não conseguiam emprestar às famílias e empresas dado o período de ajuste de dívidas e desconfiança em relação aos empregos e renda. Os bancos voltaram a ter lucros extraordinários com operações financeiras nos mercados mundo afora, as bolsa de diversos países emergentes como Brasil, África do Sul, Índia, dispararam propiciando uma grande taxa de lucro para essas operações. O preço no mercado futuros das commodities também se acentuou rapidamente, fruto do grande volume de capital ocioso contido nos balanços dos

Bancos, que especulavam em cima da reversão no preço de diversos ativos baseados nas boas expectativas momentâneas (Krugman 2012). Mas em momento algum houve uma recuperação no nível de desemprego ou aumento da renda em setores produtivos da economia.

Isso tudo ocorrido, acobertou grande parte das fragilidades econômicas que ainda viviam as economias nacionais e da influencia do mercado financeiro sobre os governos e da dissipação de que não seriam mais necessárias novas políticas de incentivos às economias. Transferindo a atenção de precauções agora não mais para o crescimento econômico e sim para a contenção dos déficits governamentais e nível do endividamento público, pois grande parte das dívidas emitidas pelos Governos que financiaram essa recuperação, está em poder dos grandes Bancos das principais economias desenvolvidas.

Nos holofotes da mídia e das discussões econômicas agora estavam as dívidas dos governos principalmente europeus, que possuíam alarmantes indicadores comparativos dos níveis de endividamento como porcentagem do PIB.

O caso mais grave sem dúvidas era da Grécia, os mercados financeiros, em grande parte os bancos detentores da dívida pública grega, começaram a pressionar os governos da UE em busca de solução da situação para não sofrerem calotes e arcarem com prejuízos potencias. Logo essa pressão se estendeu a outros países que foram pejorativamente chamados de PIGS ou PIIGS, nesse grupo estavam inclusos os países Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. Países esses que apresentavam os maiores níveis de endividamento de suas economias públicas, resultando para muitos economistas em uma chamada Crise da Dívida Pública dos países Europeus (Krugman 2012).

Essa ideia tomou grande parte da análise realizada por economistas do *mainstream*, mas para muitos críticos dessa teoria, na verdade a crise que agora enfrentavam as economias europeias não eram causadas pelo endividamento público demasiado. Esse era apenas um sintoma do verdadeiro problema enfrentado por esses países, visto que anteriormente a crise, a maioria desse países possuíam níveis normais de endividamento, que foram bruscamente elevados após a crise. De acordo com esta visão, O verdadeiro problema consistia na perda da competitividade das indústrias dessas economias em relação a outros países, com especial atenção para a Alemanha, que teve resultados contrários a dos países analisados (Krugman 2012).

A pressão dos mercados em relação ao destino da economia desses países e possível esgotamento dos instrumentos de política econômica, configurou-se no primeiro trimestre de 2010, em um ataque especulativo contra o euro. Esse quadro se expressava tanto por forte depreciação da moeda única europeia quanto pela elevação das taxas demandadas pelos investidores em seus títulos de dívida pública. O que feria um dos pressupostos do acordo de Basileia qual afirmava que títulos públicos possuem baixos riscos e que, portanto, não é necessário manter reservas de capital para eles. O cenário de endividamento das economias europeias pode ser visualizado nas tabelas a seguir, mostrando o quão drástico foi o efeito da crise e da necessidade em se socorrer os bancos nacionais, muitos desses países como a Espanha, possuíam dívidas menores que 50% em relação ao seu PIB antes de 2008, saltando para níveis alarmantes em alguns poucos anos:

**Tabela 1**

**Endividamento Público em relação (%) ao PIB: 2006 – 2011**

Países	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Grécia	116,9	115,0	118,1	133,5	149,1	165,1
Irlanda	29,2	28,7	49,6	71,1	98,5	112,6
Itália	116,9	112,1	114,7	127,1	126,1	127,7
Portugal	77,6	75,4	80,7	93,3	103,6	111,9
Espanha	46,2	42,3	47,7	62,9	67,1	74,1

**Fonte: OCDE 2011**

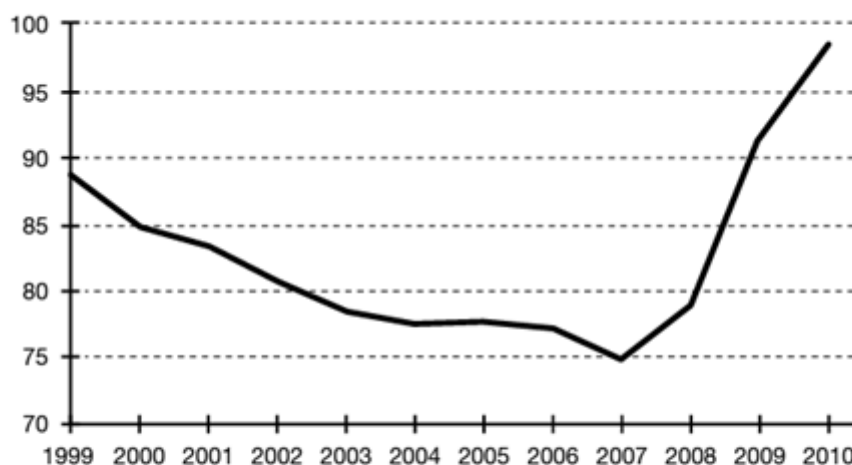
Outro fato importante, é que pela primeira vez se faz presente nas economias desenvolvidas, a rejeição pelas carteiras privadas do “efeito de portfolio” do déficit público, descrito por Minsky (1986). Por esse efeito, a emissão de dívida pública num período de crise ajuda a estabilizar a economia porque prevê os agentes privados com ativos seguros. No contexto encontrado, as políticas macroeconômicas anticíclicas foram abandonadas pelos países europeus que definiram a volta ao equilíbrio fiscal como sua grande prioridade. E isso não se estendeu unicamente aos países que compunham o grupo dos chamados PIIGS. Mas também a outros países não pressionados pelos mercados financeiros como a Alemanha e a França, que ainda captavam recursos pagando juros baixos em seus títulos públicos, bem como a países que, embora pertençam à Comunidade Europeia não aderiram à moeda única, como a Inglaterra e a Hungria. De uma forma geral, a estratégia de política econômica dos países europeus passou a ser de restrição nos gastos na tentativa de se reestabelecer o

nível mais baixo do período pré-crise de endividamento das economias. Entretanto isso não se refletiu em momento algum nos dados das economias, pois os juros pagos pelos países que mais sofriam pressão dos mercados financeiros continuaram a subir e aumentando o endividamento. Agora os países que mais necessitavam de socorro para reativar suas economias já deprimidas, passavam por mais cortes nos Gastos Públicos, tanto correntes como de investimento. Antes da crise, esses países vinham diminuindo seu nível de endividamento e se adequando à nova realidade com uma moeda valorizada, porém quando a crise se transmitiu para seus mercados financeiros, essas conquistas foram subitamente perdidas, como mostra o gráfico seguinte, pois o socorro às instituições financeiras extrapolaram qualquer previsão ou planejamento econômico.

**Gráfico 5**

**GIPSI, abreviatura de Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália.**

**Dívida/PIB dos GIPSI**



Como grupo, os países europeus que hoje enfrentam problemas fiscais estavam melhorando com firmeza seu endividamento até a eclosão da crise financeira.

**Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)**

Uma vez retirados os apoios governamentais para incentivar o crescimento, as economias viram o nível de desemprego ficar ainda maior, e a atividade econômica mais estagnada, com crescimentos de PIB praticamente nulos ou negativos, arrecadação federal menor, contribuindo na verdade para um aumento do endividamento público. Evidenciando o fracasso das políticas econômicas quais foram impostas a esses países, principalmente pela economia mais influente e dominante da Europa, a Alemanha.

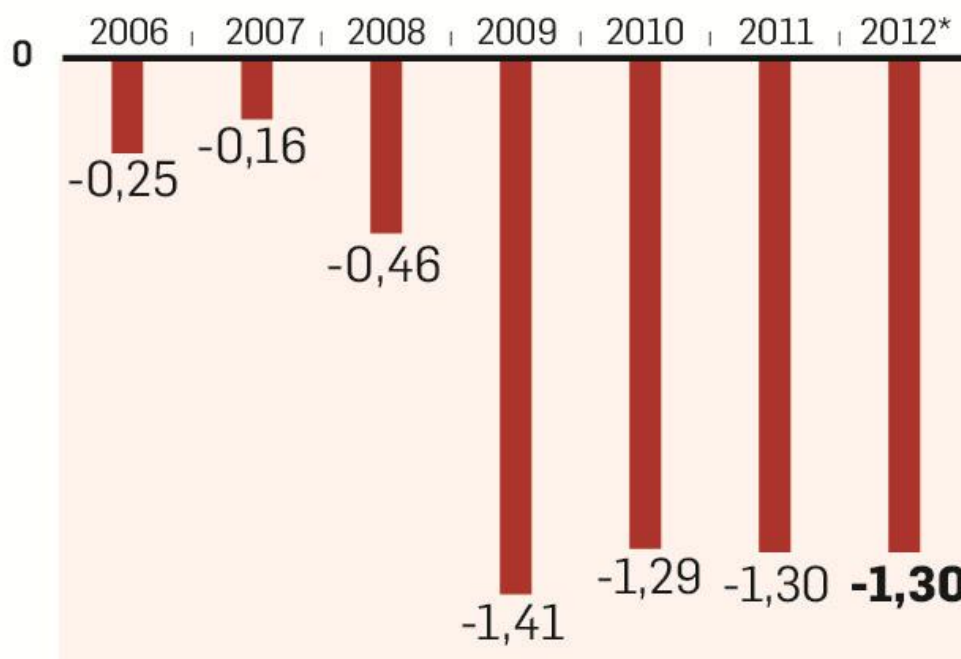


Em contrapartida, paralelamente a isso, nos Estados Unidos, a expansão dos gastos governamentais e conseqüentemente no aumento do endividamento governamental que já passava de 100% do PIB, conseguia influenciar positivamente no crescimento do país e numa recuperação mesmo que lentamente nos níveis de empregos. A produção industrial norte americana já chegava a patamares posteriores à crise, refletindo na lucratividade das empresas e na alta nos preços das ações. Com isso, os juros pagos para o financiamento da dívida publica norte-americana continuou a cair. Diferente do acontecido nos países europeus submetidos à forte austeridade, evidenciando assim, que o mercado financeiros opera olhando os dados econômicos de capacidade de crescimento e geração de riqueza, e os compradores de títulos públicos levam muito mais em consideração esse desempenho e expectativas dos agentes econômicos, lucratividade das empresas e o nível de produção industrial da economia como um todo, influenciados em menor medida pelos níveis de endividamento que ela está enfrentando. Os gráficos seguintes são capazes de ilustrar isso:

Gráfico 6

## ● Déficit fiscal dos Estados Unidos

EM TRILHÕES DE DÓLARES



\*Estimativa

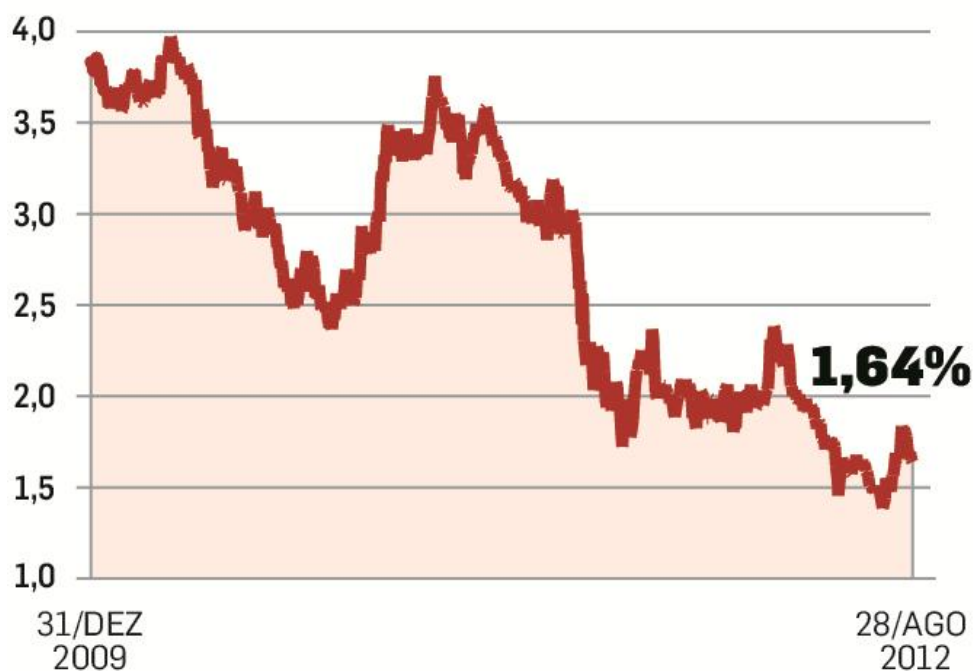
FONTE: ORÇAMENTO DOS EUA

INFOGRÁFICO/AE

Embora o endividamento norte-americano e seu déficit público cresçam, sinais de recuperação de seu crescimento econômico e industrial, impulsionados pela mudança de expectativas dos agentes econômicos, aumentos de investimentos e menor preferência pela liquidez desses agentes, levam o governo norte-americano a lidar com taxas de juros que seguem uma tendência de queda (Krugman 2012).

Gráfico 7

### ● Rendimento (yields) dos títulos de dívida dos EUA (10 anos)



FONTE: BROADCAST

INFOGRÁFICO/AE

Existem muitas evidências que permitem a interpretação que não é por acaso que as pressões dos mercados financeiros tenham se concentrado especialmente na zona do euro. Desde sua concepção e durante sua implantação diversos ajustes vem sendo feitos nas economias integrantes da moeda única. As divergências gigantescas das estruturas das economias integrantes, a consequência criada pelo uso de uma moeda nova e forte, muito parecida com a antiga moeda alemã para países de economias muito menores como Grécia e Portugal são refletidas em diversas formas.

Durante a extensão da crise e a continuidade da fragilidade dos países, o uso dos instrumentos tradicionais de política econômica, como a desvalorização cambial, não são mais possíveis a fim de recuperar a competitividade de suas economias. Uma vez que não são emitentes do euro (prerrogativa absoluta do Banco Central Europeu), acabam impossibilitados então de promover uma desvalorização cambial que contribuiria para melhorar a competitividade internacional de sua economia e/ou de emitir moeda para pagar suas dívidas, consubstanciadas em títulos denominados na moeda única europeia.

A política baseada em um severo ajuste fiscal com aumento de impostos e cortes dos gastos públicos tem se mostrado ineficiente pelos motivos descritos anteriormente. A demora da União Europeia em criar um pacote de auxílio para a Grécia também explicitou as dificuldades de seu arranjo institucional que não possui, uma ferramenta de ajuste pela taxa de câmbio, e a ausência de um financiador e prestador de última instância.

O Banco Central Europeu, principal instituição econômica atuante do bloco, teve sua atuação definida, pelo tratado de Maastricht, em basicamente um objetivo: manter a estabilidade de preços, o mesmo Tratado não deu ao BCE a função legal de poder atuar como um "prestador de última instância" em tempos de crise. E da mesma forma, não foi atribuído ao banco a missão de supervisionar e regulamentar as instituições financeiras da Europa.

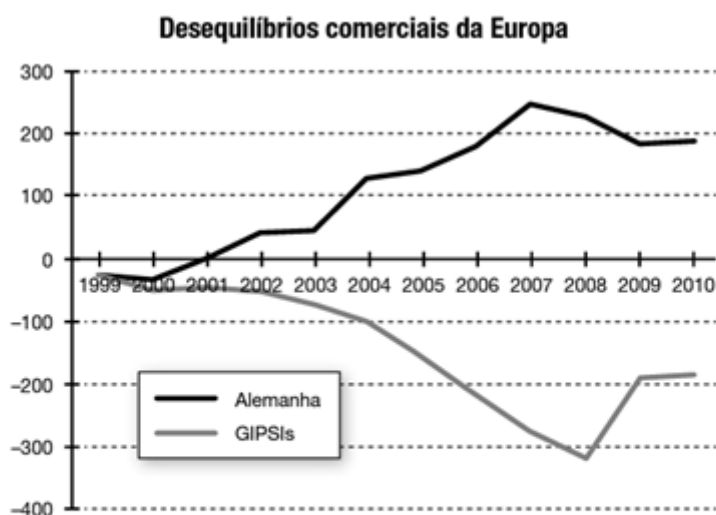
Durante vários meses, esses foram os argumentos mais usados pelas autoridades do bloco para justificarem a demora nos acordos para socorrerem a Grécia que passava por urgentes necessidades de intervenção na economia, ou passaria a não honrar mais as dívidas contraídas. Isso ficou bastante evidenciado no tom das declarações de muitos dos dirigentes econômicos de algumas das principais economias do bloco, Alemanha e, em menor medida, França, que se negavam a socorrer o país em questão, considerando inclusive a possibilidade de um *default* por parte da Grécia. E esta só seria capaz de receber esses recursos necessários se atendesse aos diversos pedidos que consistiam em sua maioria no corte de gastos e medidas econômicas altamente restritivas. Isso só levou os mercados a duvidarem ainda mais da recuperação dos países já inseridos em uma estagnação ou recessão econômica, resultando em fortes reações dos agentes de mercado, e um conseqüente aumento da percepção de riscos e a uma acentuada elevação das taxas de juros dos títulos desses países. Caso tivessem de

se financiar a essas elevadas taxas de juros, os GIIPS seriam levados à inadimplência (Krugman 2012).

Com isso, em maio de 2010, a União Monetária Europeia (UME) criou o necessário fundo temporário de resgate europeu, no valor de 700 bilhões de euros, o European Financial Stability Facility (EFSF), criado para socorrer tanto a Grécia quanto outras economias europeias que também tinham passado a ser consideradas frágeis. O Banco Central Europeu anunciou então que aceitaria os títulos públicos de todos os países da UME como garantia para empréstimos. E a criação do EFSF criou então um prestador de última instância para economia europeia, capaz de postergar momentaneamente os problemas financeiros enfrentados pelas economias mais fragilizadas, mas sem mudanças de expectativas no crescimento econômico e produtivo dos países.

Para a efetivação da transferência desse recurso aos países necessitados, existiam algumas premissas a serem adotadas, que motivaram e ainda motivam diversos protestos da população contra as medidas impostas pelo BCE e as acusações vão em grande parte ao país como líder pelos manifestantes a Alemanha. Essa acusações se analisadas a fundo, possuem alguma razão econômica, do ponto de vista em que a disparidade de competitividade das indústrias e da economia como um todo em relação a alguns países do bloco, tomaram proporções muito significantes, conforme mostra o gráfico a seguir:

**Gráfico 8**



Depois da criação do euro, as economias GIPIs (Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália) passaram a incorrer em enormes déficits em suas contas-correntes, indicador amplo da balança comercial. Enquanto isso, a Alemanha passava a gerar enorme superávit compensatório.

**Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)**

Quando países com estruturas econômicas tão distintas passam a usar uma mesma moeda temos diversos desequilíbrios e ajustes se fazem necessários. No caso da Zona do Euro, os países participantes passaram por períodos de adaptação e seguiram algumas obrigações para ingressarem no bloco, porém a crise evidenciou bastante alguns erros, tanto na execução desses ajustes quanto na administração dos países durante os períodos de acumulação. Porém, mais importante que os erros para esses desequilíbrios econômicos, o Euro por ser uma moeda bastante valorizada nos mercados financeiros internacionais, com muita semelhança ao Marco antiga moeda da principal economia do bloco, a Alemanha, trouxe à economia de países como a Grécia e Portugal, que não possuem indústrias fortes como a francesa ou alemã, diversas dificuldades. Antes do euro, essas economias conseguiam equilíbrios em suas contas correntes através da competitividade de suas exportações e manufaturas, dada a moeda desvalorizada, porém, com a adoção ao euro esses países perderam muito de sua competitividade tanto em relação ao mercado interno, como principalmente à exportação de suas mercadorias. De outro lado a Alemanha muito se beneficiou desse quadro, o que gera revolta por parte da população dos países que foram mais drasticamente atingidos pela crise, e agora necessitam de auxílio financeiro, que só lhes é proposto, se condicionados à medidas altamente restritivas impostas muitas vezes com forte influencia de governantes alemães frente ao BCE (Krugman 2012).

Mas anteriormente a isso tudo, os governos e autoridades economias estavam muito otimistas em relação ao futuro do euro, o discurso era de união e sucesso, exatamente o que não aconteceu alguns meses depois. Esse discurso vigorou enquanto a economia mundial passou por aquele que foi o seu período de maior geração de riqueza da história do capitalismo, porém, atingida pela crise, a zona do euro mostrou as fragilidades de um sistema bastante ambicioso, onde coloca em patamares monetário e cambial iguais, países com estruturas econômicas imensamente distintas.

Após as discrepâncias evidentes e a necessidade de ajuda à alguns países ser fundamental, a união dos povos da zona do euro não se mostrou tão solidificada quanto relatado na década anterior. O banco central europeu está longe de atuar como um banco central de um países dividido em estados como os Estados Unidos ou Brasil, que jamais tratariam de forma diferente, pelo menos na economia, estados que estivesse passando por dificuldades, pois imediatamente essas complicações se transfeririam para o país como um todo. O que fica evidente após a crise, é que a transição do bloco

economico da zona do euro, avançou bastante mas ficou no meio do caminho, entre uma união incapaz de se comportar como apenas um país ou um bloco apenas de circulação livre de mercadorias ou pessoas. Portanto para muitos analistas, o destino da zona do euro é retroceder drasticamente, o que não é desejado por quase ninguém, ou avançar de forma consistente para poder se gerar a economia desses diferentes povos, como apenas uma nação.

As medidas impostas aos países estão longe de ser algo que traga prosperidade e segurança aos cidadãos da Europa, no momento o mais importante na pauta econômica era a tentativa da sustentabilidade da existência do euro, e para isso seria necessário priorizar os mercados financeiros. Sendo assim, o BCE continuou com suas imposições aos países do sul Europeu.

A primeira medida imposta pelo BCE era uma condicionante no acesso aos recursos desse fundo a drásticas medidas fiscais. Assim, recebido um aporte de 110 bilhões de euros (€80 bilhões provenientes do fundo europeu e o restante do FMI), o governo grego teve de aceitar realizar, em três anos, um esforço fiscal equivalente a 11% do PIB. O segundo condicionava o pagamento de juros próximos a 5%, um pouco abaixo dos requeridos pelos mercados, mas bem mais elevados do que o custo de financiamento dos demais países do UME, Belluzzo (2010). Na falta da possibilidade de uma desvalorização cambial, o ajustamento *made in Germany* vai requerer, não apenas corte de gastos do Governo Grego, mas também, a redução de salários nominais, tanto no setor público como no privado. Isso servirá, segundo os alemães, para restaurar a competitividade dos combalidos compradores de seus produtos e devedores de seus bancos. O terceiro previa que, já a partir de 2012, a Grécia seria capaz de se dirigir aos mercados para captar os recursos necessários à rolagem de sua dívida.

Muitos economistas interpretam como insuficientes esses auxílios dados pelo EFSF, já que não gerou mudanças nos principais dados econômicos dos países, os mais beneficiados com isso foram apenas os detentores das dívidas dos países, e as próprias economias que se encontram em melhor condição dentro do bloco, pois passaram a correr menor risco em relação ao seu futuro próximo. No entanto, Grécia, Irlanda e Portugal passaram a ter acesso a centenas de bilhões de euros em ajuda de emergência para evitar o calote em suas dívidas. Mas essa ajuda consiste em tomar empréstimos com taxas um pouco menores do que aquelas que eles conseguiriam se financiados pelo mercado financeiro privado. Portanto, o estoque de dívidas fica maior a cada dia que passa, elevado pela tomada de novos empréstimos e pelas medidas restritivas adotadas

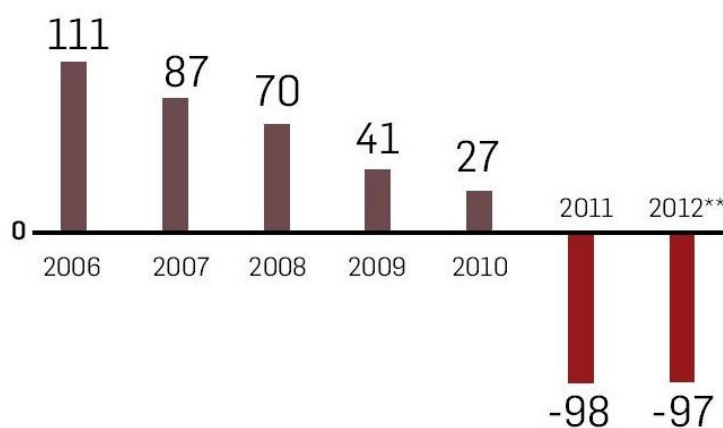
sob demanda do órgão europeu emprestador, que age negativamente sobre o crescimento da economia. Com o corte de gastos e diminuição da demanda agregada da economia e baixos níveis de investimento por parte dos empresários nacionais que não possuem expectativas otimistas não há bons resultados em termos de PIB. O que só aumenta o desemprego dentro dos países, criando um ciclo de estagnação econômica e empobrecimento de grande parcela da população desses países.

Grécia, Irlanda, Portugal e agora Espanha, sofrem muito com a perda da competitividade de suas indústrias, não conseguem elevar o volume de suas exportações, dentro da Europa e nem em relação a outros concorrentes mundiais, o que poderia fazer com que as exportações puxassem o nível de demanda. E começam a se deparar com situações mais graves do que os problemas de liquidez, sendo o principal deles o elevado desemprego enfrentado pela população desses países. Assim, elas terão de recuperar alguma capacidade de crescimento para conseguir pagar as dívidas que estão se acumulando. Porém, para gerar crescimento, esses países dependerão em boa parte dos gastos dos governos, pois com a ausência dos investimentos privados, a economia não gera expectativas de reversão do quadro que vai se tornando novamente recessivo. Não só a falta de investimento direto e produtivo deprime economias como a da Espanha, mas também a fuga de capitais que acontece no mercado financeiro, sem sinais de recuperação, conforme o seguinte gráfico:

**Gráfico 9**

### Aplicações financeiras estrangeiras na Espanha\*

EM BILHÕES DE EUROS



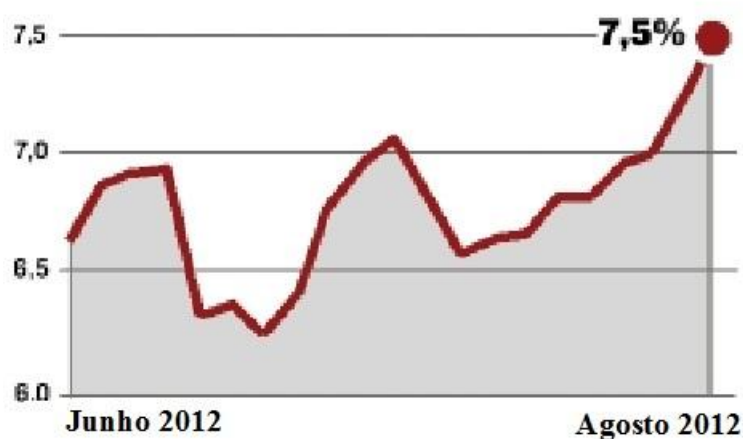
\*Excluído o banco da Espanha; \*\*Até março

**FONTES:** EL PAIS/BANCO DA ESPANHA

Isso reflete também na continuidade da escalada do nível de endividamento desses países, que não sofrem apenas com o aumento do volume desse passivo público, mas também o preço de rolagem dessa dívida. Isso fica evidente no aumento dos juros pagos aos mercados e compradores de títulos, pois enquanto essas soluções econômicas não são atingidas e a economia segue estagnada, maior a dificuldade para se financiar, conforme o gráfico seguinte:

**Gráfico 10**

**Rendimento dos títulos da dívida  
Pública (10 anos) da Espanha.**



Fonte: Bloomberg

Infográfico Estadão

Esse gráfico de meados do ano de 2012 resume o que enfrenta países em situações parecidas, ou ainda piores, à Espanha, que paga seus maiores juros da história.

Na medida em que o tempo vai passando e essas soluções não são encontradas, outros países como a Itália podem ser os próximos a procurar ajuda financeira da UE e do Fundo Monetário Internacional. E dado o tamanho da economia italiana, um resgate teria consequências muito mais sérias, colocando em cheque a capacidade financeira e o potencial dos instrumentos criados pelos países líderes do bloco.

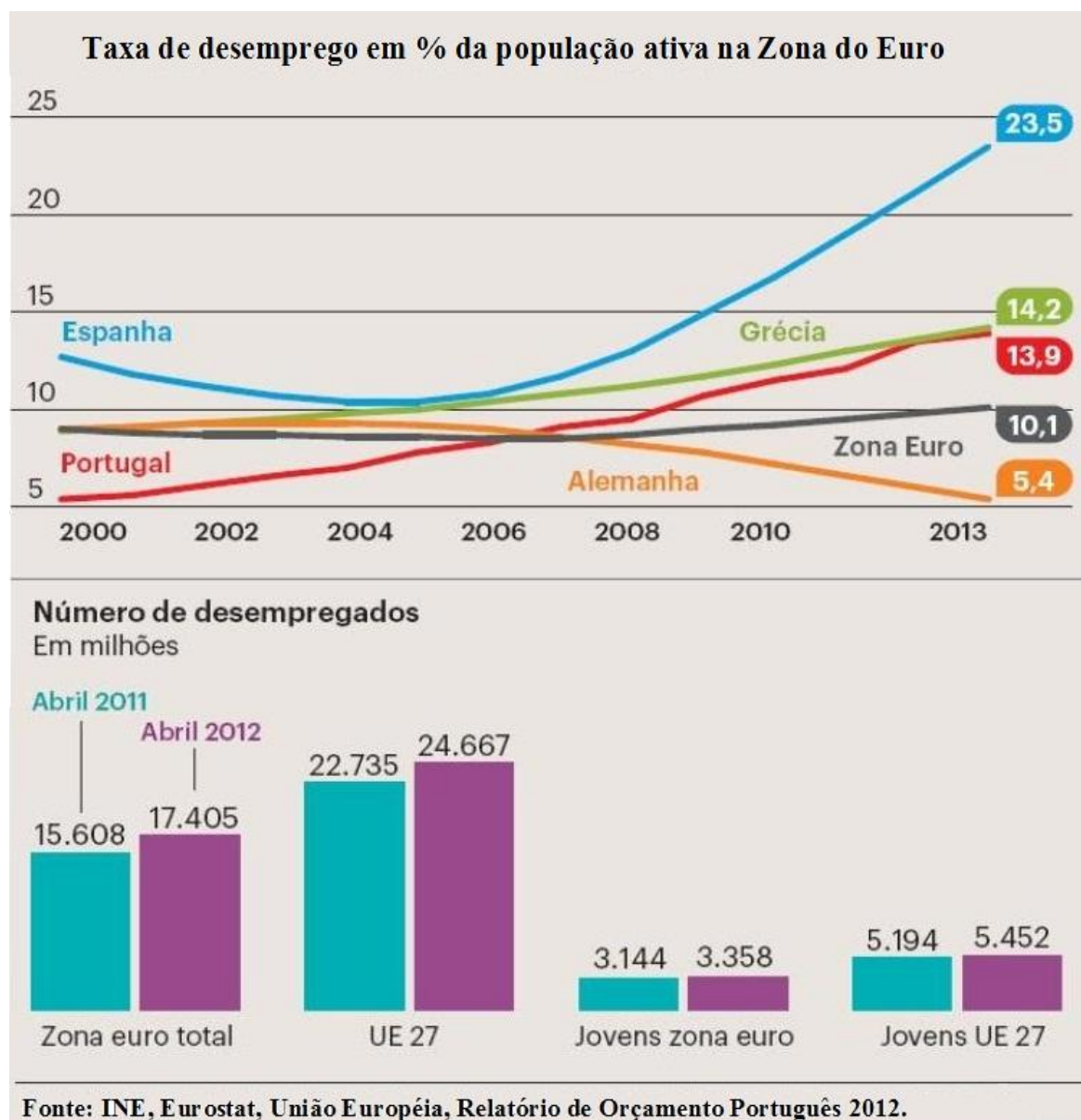
Conforme cresce a preocupação com os balanços de pagamentos das economias nacionais, as expectativas de incertezas também crescem quanto ao futuro dos bancos detentores de grande parte das dívidas europeias, e a consequente volta da



necessidade de socorro das instituições privadas. Segundo cálculos do FMI (2011), esses bancos têm, nos próximos anos, necessidades de financiamento de US\$ 3,6 trilhões. Ademais, o BCE e os bancos privados franceses, alemães e ingleses têm imensa exposição aos títulos públicos das economias da Europa do Sul. E conforme descrito anteriormente, essa exposição, foi o principal motivo que levou as maiores economias europeias a aceitarem se reunir para a criação de um fundo capaz de resgatar mesmo que momentaneamente os países vizinhos em dificuldades.

Não existe uma mudança na expectativa dos agentes e nem uma melhora daquele que é o principal problema para a população dos países em piores condições da Zona do Euro, o alto nível de desemprego.

**Gráfico 11**



Porém o pensamento dos políticos europeus e as medidas que continuam sendo tomadas na zona do euro podem ser resumidas, com a entrevista de Jean-Claude Trichet, presidente do Banco Central Europeu no jornal italiano La Repubblica, em junho de 2010.

Quando entrevistado pelo repórter sobre quais efeitos desses cortes orçamentários e restrições aos gastos dos governos ele respondeu: Um corte após o outro: muitos economistas dizem que corremos um risco claro de deflação. O que você acha sobre isso? *“Eu não acho que o risco pode se materializar. Em vez disso, há expectativas de inflação extremamente fortes em linha com a nossa definição, por volta de 2%, e permaneceram assim durante a recente crise. Com relação à economia, a ideia de que as medidas de austeridade podem causar estagnação é incorreta”*. Incorreta? *“Sim. Na verdade, nestas circunstâncias, qualquer coisa que ajude a aumentar a confiança das famílias, das empresas e dos investidores na sustentabilidade da consolidação das finanças públicas é bom para o crescimento e criar emprego. Estou plenamente convencido de que, nas atuais circunstâncias, políticas que incentivam confiança, não irão prejudicar a recuperação econômica, porque hoje esse é fator chave, confiança.”* O que revela o pensamento de que a crença de que a retomada dos investimento depende da confiança que os governos estão sanando as suas finanças. Na visão keynesiana, a retomada dos investimentos privados é feita após confiança na retomada do nível de atividade, feita inicialmente pelos gastos governamentais.

O que se viu em seguida a 2010, e o que se observa nos dias de hoje, é que não só encontra-se estagnada a economia da maioria de países da zona do euro, como em vários casos, a expectativa futura, e as previsões são de um novo quadro de recessão. As previsões realizadas pelo FMI de crescimento para zona do euro para 2013 são ainda menores do que as evidenciadas em 2012, na verdade nem chega a ser e crescimento e sim 0,2% de queda do PIB. Segundo o relatório divulgado no fim de 2012, o economista chefe do FMI, Olivier Blanchard, expõe que "A zona do euro continua a representar um risco considerável para as perspectivas da economia mundial", e avança, "A atividade na periferia da zona do euro foi ainda menor do que o previsto, com sinais de quedas mais fortes". De acordo com o FMI, a "incerteza" continua em torno do fim da crise na Europa, e uma "estagnação prolongada" não está descartada. Portanto, a recuperação da confiança, almejada pelas políticas austeras de Jean-Claude Trichet, está longe de ter sido alcançada. A confiança que almejam os políticos e

dirigentes econômicos da zona do euro, muitas vezes chamadas por alguns economistas como a “Fada da Confiança” (Krugman 2010), não se é conseguida enquanto o governo não conseguir reverter a expectativas dos empresários de que existe um ambiente favorável para o investimento. A expectativa de valorização marginal do capital, trazida por Keynes, induzirá esses investimentos e ela deve ser maior que as taxas de juros capazes de possibilitar aos agentes a preferência ou não pela liquidez. Portanto, é necessário como solução para a estagnação ou recessão da zona do euro, a volta dos investimentos privados e consequentes aumentos das contratações e nível do emprego, renda e consumo. E isso não irá acontecer, enquanto a economia for guiada para o corte de mais empregos, e quedas na renda e investimentos públicos, o que só aprofunda a preferência pela liquidez dos agentes.

## 5.2 Desacordos Políticos

O ano de 2009 terminou com o seguinte quadro em algumas das economias mundiais:

Tabela 2

### ● Variação do PIB (%)

<b>PAÍSES</b>	<b>2007</b>	<b>2009</b>
Áustria	3,7	-3,8
Alemanha	3,4	-5,1
Espanha	3,5	-3,7
EUA	1,9	-3,5
França	2,2	-2,6
Grécia	3,0	-3,3
Holanda	3,9	-3,5
Itália	1,6	-1,2
Japão	2,1	-5,5
Portugal	2,4	-2,9
Reino Unido	3,5	-4,4

.....  
**FONTE:** FMI

O que resultou em ações por todos os Governos atingidos, ações essas que se diferenciaram, tanto pelo entendimento dos motivos dessa depressão, como pela solução aplicada. As fortes políticas fiscais tomadas pelos Estados Unidos no começo do ano de 2010 corresponderam com um período de grande acumulação na economia norte-americana. Redução de impostos sobre aquisição de residências e subsídios para pagamento acima do mercado de carros usados na compra de novos, foram algumas das medidas adotadas pelo Governo e nesse período, primeiro trimestre de 2010, registrou-se um crescimento econômico de 4%. Posteriormente, muitos desses incentivos passaram a não serem mais cedidos pelo Governo, o que acabou refletindo nas expectativas dos empresários e famílias, pois grande parte do consumo e consequentemente do investimento a ser realizado ainda dependiam muito dessa política fiscal expansionista. E no segundo trimestre do ano de 2010, a economia apresentou um desacelerado, mas ainda, presente crescimento de 1,8%. (Krugman 2012) Isso abriu espaço para algumas análises econométricas e opiniões dos economistas, na interpretação de que o crescimento da economia norte americana, dependia ainda de incentivos governamentais, e do contrário corria-se o risco da queda do produto até alcançar um novo quadro de recessão.

Mas então, com mais intensidade ocorreram alguns acontecimentos que continuam a influenciar diretamente o rumo da economia norte americana, as disputas políticas. Tanto em 2010 com a presença das eleições legislativas, como em 2012 com a eleição presidencial, criaram um cenário de constantes disputas políticas e de interesse em volta da recuperação de crescimento dos Estados Unidos e das decisões de políticas econômicas. Bastante divididos teoricamente, Democratas e Republicanos travaram diversas disputas ao longo de todos os anos desde que a crise se instaurou no sistema econômico. De um lado, os Democratas que possuem a presidência do agora reeleito Barack Obama e a maioria no Senado, de outro lado os Republicanos que possuem a maioria da importante e necessária (para aprovação de projetos, orçamentos e propostas econômicas) Câmara. Intelectualmente divergem em relação à causa e evidências dos problemas enfrentados pela economia, portanto, propõem soluções diferentes, além de interesses políticos enraizados nessas decisões.

Para alguns analistas políticos e economistas, muitas vezes o jogo político foi mais importante em alguns momentos, do que a própria recuperação econômica, Paul Krugman escreveu o seguinte em seu blog: “Imagine o seguinte, os republicanos

elaboram um plano de estímulo fraco, talvez até mais fraco do que agora está sob a nossa conversa, para ganhar aqueles poucos votos republicanos extras. O plano limita o aumento do desemprego, mas as coisas continuam muito ruins, com a taxa culminando em 9% e depois declinando apenas lentamente. E então, Mitch McConnell, diz "*Viram? Os gastos públicos não funcionam!* Tomara que eu esteja errado"... Porém, ele estava certo, e foi basicamente isso que aconteceu no ano de 2009, com um desempenho pífio da economia, onde o PIB caiu 3,5% com um desemprego altíssimo e pouca ação governamental.

Os Republicanos possuem propostas que se assemelham muito às políticas econômicas utilizadas atualmente nos países europeus, com cortes orçamentários do Governo e políticas restritivas acusando ser o alto endividamento o principal problema a ser combatido nos Estados Unidos. De outro lado, os Democratas possuem uma visão mais próxima das proposições dos pós-keynesianos, afirmando que, embora o endividamento norte americano esteja em um alto nível, cortes orçamentários só iriam aprofundar ainda mais a estagnação econômica e a perda de empregos na economia. Portanto, a expansão de programas de incentivos econômicos criados pelo Governo deve continuar, pois o investimento privado, e a renda das famílias ainda não estão em patamares anteriores à crise. O que levaria a economia a entrar novamente em depressão, isso sem contar nível de desemprego, os EUA possuíam mais de 13 milhões de pessoas nessa situação em 2011, assustador por si só, mas ainda mais quando comparado com 6,8 milhões de 2007. (Krugman 2012).

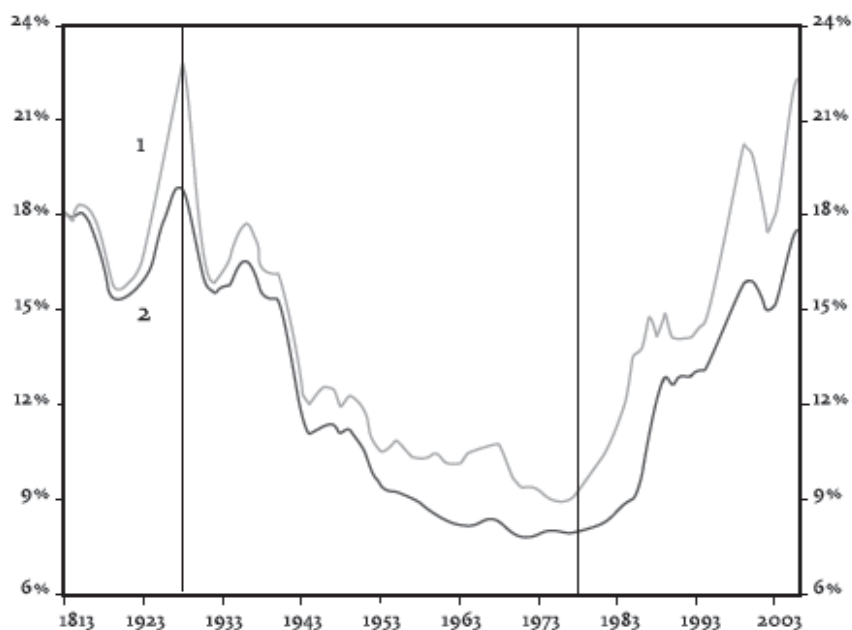
O consequente crescimento econômico proporcionado por políticas econômicas, tanto fiscais quanto monetárias, elevaria o nível de produção industrial e amenizaria os efeitos negativos do alto nível de desemprego, permitindo assim uma volta do crescimento das atividades econômicas e do produto interno. Nessa sequência de acordo com a teoria keynesiana, a arrecadação governamental aumentaria, permitindo espaço para diminuição do endividamento. E mesmo que isso não fosse possível agora, dada necessidade da continuidade de incentivos fiscais e investimentos públicos, o financiamento norte americano através da emissão de moeda e venda de títulos públicos, está em níveis altamente sustentáveis, pois o mercado continua a cobrar cada vez menos juros do governo norte americano à medida que sua economia demonstra sinais de recuperação. Diferentes de muitos países europeus, que por estagnação econômica e produtiva, que arcam com um ônus cada vez maior para seu financiamento, o que diferencia totalmente o Estados Unidos de uma Grécia, ou

Portugal conforme anunciavam os candidatos republicanos durante as campanhas presidenciais de 2012. De outra forma, os temores da inflação também não assombram os Estados Unidos, ao contrário disso, o quadro econômico parece muito mais inserido em um fenômeno da “armadilha de liquidez” de Keynes, com uma preocupação de alguns economistas enquanto a uma possível deflação proveniente do fraco crescimento e desemprego alto.

Essas disputas políticas continuarão a acontecer enquanto essa for à divisão dos partidos dentre as principais casas do governo norte-americano. Mas a esperança dos republicanos e daqueles que acreditam em suas políticas econômicas é que após a contundente reeleição do presidente Barack Obama, as negociações avancem de forma mais tranquila e desemprego e o fraco crescimento econômico voltem a serem os assuntos principais na pauta dos políticos. Pois, os Estados Unidos encontram-se hoje com a maior desigualdade de renda do mundo, dentre os países desenvolvidos. A concentração de renda tem aumentado a partir da década de 80, e o 1% da população mais rica do país, voltou a dominar uma participação maior da riqueza gerada por toda sociedade, fazendo com que grande parte dos benefícios de igualdade e distribuição de renda gerados pelas políticas econômicas dos pós- guerra e os ganhos do New Deal fossem perdidos. Os ganhos gigantescos, por volta de 25% de toda riqueza quando incluídos ganhos de capital (conforme gráficos a seguir) da menor parcela da população hoje, incentiva inclusive manifestações por parte da população americana. A distribuição de renda para Keynes, era um dos principais objetivos a ser buscado pelo Governo, por sua influência direta na qualidade e sustentabilidade de um crescimento ou recuperação econômica.

Gráfico 12

## Participação na Riqueza do 1% mais rico nos Estados Unidos 1913 – 2006



Fonte: Cambridge Journal of Economics, 2009, vol. 33 p.836

Nota: Dados da renda anual bruta, presente nas declarações do imposto de renda.

Médias Móveis de 3 anos, (1) inclusive os ganhos de capital (2) excluindo os ganhos de capital

Gráfico 13

## Rendas do 1% superior

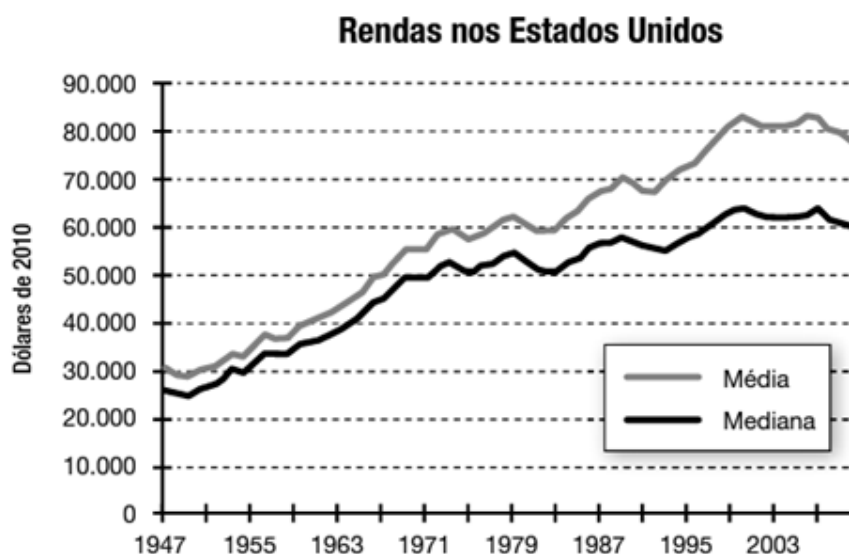


Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)

Podemos ver que esse movimento de expansão acelerada do enriquecimento da fatia superior da população, não foi da mesma forma acontecido com a média e mediana dos trabalhadores e famílias como um todo, gerando muitas vezes revolta por parte desses.

Durante o período da crise, manifestações em frente a cede da bolsa de Nova Iorque foram constantes, o que acentuou ainda mais as disputas políticas vivenciadas.

**Gráfico 14**



Mesmo a renda média – a renda da família média – não decolou na era da desregulação, enquanto o crescimento da renda mediana – a renda das famílias no meio da distribuição de renda – desacelerou e se horizontalizou.

**Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)**

No que seguiu nessas disputas políticas no começo de 2010, foi o fato de que novas políticas econômicas de incentivo fiscal não foram aprovadas da Câmara, impedindo a continuidade de muitos dos incentivos, restringindo assim a atuação governamental em grande parte aos, para muitos, insuficientes, instrumentos monetários. No relatório sobre a situação econômica dos Estados Unidos (*Beige Book*) previamente à reunião de setembro de 2010, o Federal Reserve assinalava a existência de “amplos sinais de desaceleração econômica, comparada com outros períodos (de recuperação)”, com maior destaque para a continuidade do alto nível de desemprego. Pouco tempo após, o presidente do FED mostrava sinais que iria atuar novamente com políticas de estímulo à economia, devido ao desemprego persistentemente elevado, um mercado imobiliário fraco e inflação baixa que apontavam a necessidade de uma



flexibilização adicional da política monetária. Foi então realizado o chamado *QE II* – *Quantitative Easing*, que injetaria mais dinheiro na economia e consistia na compra por parte do FED de ativos de menor liquidez e maior risco de crédito, na tentativa de se retirar ativos potencialmente “tóxicos” dos balanços financeiros dos bancos e instituições financeiras importantes à liquidez do sistema.

Logo após o anúncio de que seria realizada novamente essa política monetária expansionista, iniciou-se um acirrado debate sobre seus fundamentos teóricos. Economistas de correntes monetaristas indicaram que ela poderia levar a um quadro de crescimento da inflação e presença de bolha no preço dos ativos. Segundo Meltzer (2010), esse aumento da moeda em circulação provoca inflação para estimular a economia, algo que Milton Friedman seria incapaz de apoiar. Prontamente o presidente do FED, Ben Bernanke criticou as acusações e proposições afirmando (Lanman; Matthews, 2010): "Eu acho que nós estamos fazendo tudo que Milton Friedman gostaria que fizéssemos (...) Friedman teria concordado que o FED tem um mandato para promover a estabilidade dos preços e não quer que a inflação seja nem muito alta, nem muito baixa".

Outros pensadores entraram nessa linha de raciocínio dos monetaristas, os novos-clássicos, ao afirmar que, devida essa nova expansão monetária, os agentes racionais antecipariam o posterior aumento do preço, e para não arcar com esse ônus, reorganizariam os repasses e acabariam causando inflação.

Porém, entre alguns economistas que interpretavam os acontecimentos baseados em última instância nos postulados de Keynes, discordaram dessa interpretação, e na verdade apontaram que os verdadeiros problemas não eram algo como a inflação. E alguns economistas da atualidade se muniram de questões como a preeminência dos estímulos fiscais sobre os monetários (Samuelson, 1962) debatidos durante a década de 1960. Krugman (2010) lamentou que a continuidade dos estímulos fiscais não foi possível pelas implicações políticas causadas pelos resultados das eleições legislativas de novembro do mesmo ano, em que os democratas (favoráveis em grande parte a novas políticas fiscais) perderam. Sendo assim, segundo ele “não teremos qualquer coisa como uma nova rodada de estímulo fiscal”. E continua afirmando que essas políticas monetárias seriam insuficientes para a mudança de quadro que entrava a economia norte americana, embora não corresse o risco de levar a inflação. Por sua vez, Stiglitz afirma que,

“As vantagens do QE2 são limitadas. O dinheiro simplesmente não irá para onde é necessário e o “efeito riqueza” é muito pequeno. Suas desvantagens são o risco de volatilidade global, uma guerra cambial e um mercado financeiro global que está cada vez mais fragmentado e distorcido. Se os EUA vencerem a batalha de desvalorização competitiva, essa pode ser uma vitória de Pirro, já que nossos ganhos virão à custa daqueles para quem esperamos exportar”. (Stiglitz, pg. 5, 2010).

Essa discussão entre as diferentes escolas econômicas continuou após os resultados do QEII. Mas um consenso foi presente em todo o debate, essa nova injeção de liquidez no sistema levou a um crescimento significativo no aumento do preço das ações das empresas norte americanas e num ganho obtido no mercado de capitais por parte dos bancos. Além do que foi o principal efeito dessas grandes expansões monetárias, a desvalorização do dólar frente às moedas internacionais. Ao expandir a base monetária e injetar dinheiro na economia, o banco central americano eleva substancialmente a quantidade moeda na economia, fazendo com que a taxa de câmbio norte americana venha a sofrer alterações. Essa não deixa de ser uma estratégia para a retomada do crescimento por parte do Governo, visto que indiretamente, a política econômica monetária de caráter expansionista está aumentando a competitividade das exportações norte americana para os demais países consumidores via queda no preço relativo das mercadorias quando comparadas às moedas locais. Porém, não apenas os Estados Unidos realizaram esse tipo de estratégia que visa o aumento do crescimento econômico baseado na produção industrial voltada para o mercado externo. Países como a China, fazem isso durante anos, segurando artificialmente o valor de sua moeda a um preço interessante em relação ao dólar, para manter seu grande volume de exportações, dados os graves limitantes de expansão do consumo interno, como baixa renda e inflação. Na Europa, conforme alguns planos de resgate financeiro eram aprovados, o mesmo acontecia com o Euro, tal a quantidade nova de moeda que era cedida a países em dificuldade, esse passava a alcançar uma menor cotação no mercado internacional e conseqüentemente aumentar a competitividade dos produtos de suas principais empresas. Dadas essas condições nos mercados de câmbio internacional, o ministro da fazenda brasileiro, Guido Mantega, juntamente com o presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles, denunciaram a existência de uma “guerra cambial”. Esse termo, citado pela primeira vez por ambos, acabou sendo usados por diversos governantes no mundo na reunião do G20 realizada em Seul em novembro de 2010,

evidenciando o desconforto criado por essa política monetária. Naquela ocasião, o ministro das Finanças alemão, Wolfgang Schäuble, afirmou que a política dos EUA era “com todo respeito, incompetente” (Gorigam, 2010). Fato é, que essas expansões, valorizaram moedas de outros países, como o Brasil, onde a taxa de câmbio caiu bastante, elevando o preço da moeda brasileira frente a de países como os Estados Unidos. E dado o grande volume de dinheiro parado em caixa, por não possuírem tomadores de empréstimos suficientes nem demanda por parte da atividade econômica interna americana, os bancos norte-americanos realocaram também seus recursos em diversos mercados financeiros internacionais. Nesse período, as bolsas e ativos financeiros de diversos países, muitas vezes subdesenvolvidos, como o Brasil passaram a receber um grande volume de capital estrangeiro, não só via investimentos diretos, mas também na busca de rentabilidade financeira especulativa e de curto prazo. O que forçou a diversas medidas protecionistas por parte dos países destinos, na tentativa de se taxar o afluxo de capitais e manter a normalidade dos mercados, pois do contrário as economias passariam por um período de instabilidades, dado o montante de capital na posse desses bancos.

Para os Estados Unidos, essa desvalorização do dólar promoveu um significativo saldo nas exportações americanas, além de impedir a instauração de uma dinâmica de deflação, justamente um dos objetivos da flexibilização quantitativa. Em 27/04/2011, Bernanke, na primeira entrevista coletiva de um presidente do FED da história, ressaltou que as pressões inflacionárias eram “transitórias” e que o banco central continuaria a manter os juros em patamares mínimos “por um longo período”.

Após a derrota dos Democratas no Legislativo, no fim de 2010 fez com que seus objetivos de política econômica passassem a ter que ser bastante negociado antes de qualquer aprovação, e enquanto o nível do endividamento público dos Estados Unidos crescia, mais difícil era a margem de atuação dessas políticas. Os democratas, cederam a algumas pressões dos republicanos e aceitaram a posterga das reduções de impostos feitas no governo de George W. Bush em troca da obtenção dos votos necessários para estender a vigência dos auxílios desemprego. Valor desse compromisso, que ficou em torno de US\$ 700 bilhões, segundo publicação do FMI esse montante era classificado como sendo um novo pacote de auxílio fiscal anticíclico. Mas, na verdade esses foram apenas deixados de ser retirados da economia e não valores adicionais destinados a impulsionar a demanda agregada.

Nas demais disputas entre os políticos norte-americanos, o que se viu de mais importante para a economia foi o tema do limite, ou chamado teto, do endividamento público.

Pois, um limite legal sobre a dívida federal foi estabelecido em 1917 pelo Second Liberty Bond Act, que estabelecia que o Departamento do Tesouro dos EUA possuía autorização do Congresso para emissão e financiamento via títulos de dívida do governo. Porém, desde que a dívida total não exceda o limite máximo indicado, patamar onde se encontrava exatamente nesse momento, quando o país mais precisava de novos estímulos e continuidade das medidas expansionistas. Isso levou ao mercado de títulos, bolsas e ao mercado financeiro como um todo em um momento de expectativas enquanto as negociações entre os dois partidos, embora demoras nesses acordos, quase todos agentes questionados afirmaram que não seria possível outro destino para os Estados Unidos sem ser a continuidade da expansão da dívida. Caso não fosse aprovado, o governo americano poderia se deparar com a situação de não conseguir, legalmente, honrar seus débitos, inclusive as vinculadas ao serviço de sua dívida pública, ao menos por certo tempo. E em agosto de 2011, fecharam um acordo de última, ficando estipulado que em troca de um aumento do teto da dívida de US\$ 2,1 trilhões, seria necessário um corte do déficit público de US\$1,5 trilhão, que se tornaria obrigatório a partir de janeiro de 2013, se outros cortes não fossem efetuados antes.

Depois das negociações terminadas, a agência de classificação de riscos Standard and Poors, agências essas que desde a crise cada vez mais perderam confiabilidade, mudou sua perspectiva para a dívida americana. Em 2011 emitiu um comunicado afirmando que: “Em relação ao outros países com classificação AAA, os EUA têm, o que consideramos ser um endividamento público e déficits fiscais muito elevados. Como o caminho para a resolução destes problemas não é claro, revisamos nossa perspectiva sobre a classificação de riscos de longo prazo de estável para negativa”.

Apesar dessa mudança do patamar de classificação ser inédita, não se refletiu nos mercados financeiros, pois nada mudou em relação a demanda por títulos norte-americanos. E aparentemente, um déficit público de 10,6% e uma dívida estimada em quase 100% do PIB não são considerados demasiado excessivos, ou insustentáveis, para o país que emite a moeda de reserva internacional, obtendo ganhos de senhoriagem, e a utiliza para saldar seus débitos.

### **5.3 Recuperação e a Recomendação Keynesiana.**

“O boom, não a recessão, é o momento certo para a austeridade.” Assim afirmou John Maynard Keynes na conhecida frase há 75 anos. Mesmo se você tiver um problema de déficit de longo prazo, e quem não tem, cortar gastos enquanto a economia está profundamente deprimida é uma estratégia autodestrutiva, porque apenas aprofunda a depressão conforme apresentado nesse estudo. Segundo Keynes (1936) as depressões um dia tendem a chegarem ao fim mesmo que sem importantes políticas governamentais, pois acontece um processo que ele chamou de "uso, desgaste e obsolescência" que consiste em dizer que mesmo uma economia decrescendo ou estagnada, em dado momento a depreciação dos bens de capital, das estruturas produtivas, e da infraestrutura como um todo acontece. Obrigando assim à modernização e substituição dos mesmos, reanimando as atividades econômicas. Mas não deve ser esse o objetivo de um Governo ao gerir sua economia, pois durante esse período a quantidade de miséria e de problemas aos países afetados, é de muita importância, inclusive para o longo prazo do desenvolvimento de um Estado.

As características gerais da economia norte-americana de 2012 apresentam espantosa semelhança com o grande erro cometido em 1937, data em que o presidente americano da época Franklin Roosevelt optou por cortar os gastos do governo prematuramente (Krugman 2012), levando a economia norte-americana, que vinha se recuperando bem àquela altura, à segunda etapa da Grande Depressão. Nesse momento, os juros e os custos de captação dos Estados Unidos enfrentam níveis recordes de baixa. A inflação continua baixa e controlada, com um dólar mais forte que nos anos Bush. E conforme o gráfico 21 a bolsa Dow Jones recuperou níveis pré-crise, tanto pelo crescimento do lucro das empresas, quanto pela grande quantidade de liquidez no sistema financeiro, como os bancos não conseguem emprestar o capital em seus cofres, muitas vezes vão buscar lucros nos mercados de capitais. Porém o nível de desemprego ainda é alarmante, e a atividade econômica em diversos setores está estagnada, ou com crescimento baixo.

Gráfico 15

**Taxa de desemprego de adultos na faixa etária mais ativa**

Recentemente, há sinais de melhoria no panorama do emprego, mas ainda estamos muito no fundo do buraco.

**Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)**

Essa recente melhora no desempenho do nível de emprego (Krugman 2012) é explicada em grande parte pelo sucesso da indústria automobilística, casos como o da que já foi maior empresa do mundo, GM, socorrida pelo Governo dos EUA, que naquela ocasião comprou a maioria das ações. Mas no restante da economia, o nível de desemprego ainda é muito alto, e mais perigoso ainda, quando a situação do mesmo quadro é analisada em relação à Zona do Euro.

A recomendação da corrente de pensamento iniciada por Keynes, conforme relatado diversas vezes nesse estudo, continua sendo a de que o Governo precisa preencher a lacuna instaurada pelo investimento privado e expandir seus investimentos e seus gastos correntes para a tentativa de elevação no nível de emprego e consequente melhora na expectativa dos empresários. Por isso, os cortes necessários para ajustar o nível de endividamento e déficit público, devem ser feitos durante o período de forte crescimento da economia, onde a dinâmica da geração de riqueza é conduzida pelo setor privado, e jamais sobre uma economia já deprimida.

Países como a Inglaterra, que adotaram diversas vezes políticas restritivas e austeras durante o caminhar dessa crise, estão fazendo errado, pois conseguem captar dos mercados recursos por um preço bastante barato e sustentável, que pode ser pago quando as suas economias voltarem a crescer e permitir um ajuste nas contas públicas a fim de reequilibrá-las. Diferente do governo da, digamos, Espanha ou Califórnia, o governo britânico pode tomar dinheiro emprestado livremente, a taxas de juros

historicamente baixas (Krugman 2012). Mas ao invés disso, estão reduzindo fortemente o investimento e eliminando centenas de milhares de empregos no setor público.

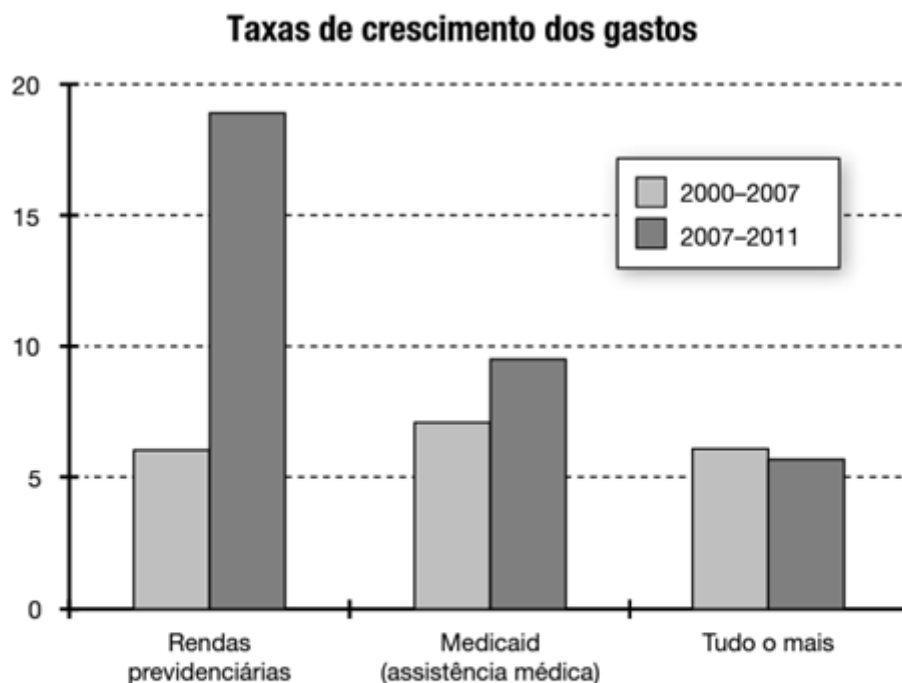
A situação é bastante mais complicada para países como Espanha, Portugal, Itália, Grécia, que enfrentam níveis de endividamentos insustentáveis nas perspectivas atuais, jamais poderiam sofrer mais cortes de investimento e gastos, pois isso aprofundaria ainda mais a recessão enfrentada o que diminuiria a arrecadação governamental e levaria os mercados financeiros a exigirem juros ainda mais altos para permitir seus financiamentos. Portanto, uma solução deveria ser tomada em bloco, visto que estão em um mesmo contexto de integração econômica, essa solução terá que partir diretamente da economia principal e mais beneficiada com os desequilíbrios atuais da Zona do Euro, a Alemanha, que ainda capta recursos com juros bastante baixos e não possui um nível de endividamento exuberante.

Uma economia nacional não funciona como uma família endividada, embora esteja sendo tratada como isso. A dívida de um país é composta em grande parte de dinheiro que devemos uns aos outros; ainda mais importante, nossa renda vem em grande parte da produção e venda de mercadorias de uns aos outros. Seu gasto é a minha renda, e minha renda é o seu gasto (Krugman 2012). Portanto, se todos pararem de gastar na tentativa de reduzir o endividamento, a renda de todos cairá, elevando o volume de dívidas, pois a arrecadação será reduzida drasticamente.

Keynes conclui com seus estudos, que quando o setor privado e os empresários estão tentando de qualquer forma pagar suas dívidas, o setor público deve fazer o oposto, expandindo o volume de gastos sempre quando o setor privado não pode ou não quer. Portanto a intenção de se equilibrar o orçamento público assim que a economia se recuperar. Pois o “boom”, não a recessão, é o momento certo para austeridade.

## 5.4 A Conjuntura Atual de Curto Prazo

Gráfico 16



Os gastos realmente cresceram com mais rapidez que o normal, mas toda a diferença decorreu da expansão dos programas da rede de segurança, em resposta à emergência econômica.

**Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)**

Conforme mostra o gráfico 15 sobre os gastos do Governo dos EUA (mas poderia ser de outro país afetado pela crise), embora tenham se expandido em uma velocidade maior no período da crise quando comparado ao período anterior de acumulação, os dispêndios públicos do governo norte-americano são insuficientes se o objetivo é uma recuperação econômica e do nível de emprego. A grande maioria desses gastos é composta de renda destinada aos programas de rede de segurança, tanto as pessoas que necessitam de cuidados médicos com a saúde, quanto principalmente com as rendas previdenciárias, o fator que mais explica esse aumento forte no último quesito é (Krugman 2012) o número de pedidos de auxílio desemprego, fruto indigesto resultante do alto nível de demissões durante o período. Se continuado um quadro de recessão e baixo crescimento, esse provavelmente continuará a ser os destinos principais dos recursos públicos, o que só aumentará os déficits dos países e nível de endividamento em relação ao PIB. Justamente os gastos que são mais necessários para



uma recuperação econômica, caíram, fragilizando ainda mais a economia. Investimentos em infraestrutura, construção de hospitais, e aqueles que empreguem o maior número de pessoas seriam de caráter primordial no sentido de aumentar a demanda e criar empregos.

**Gráfico 17**

**Nível de emprego nos governos estaduais e locais**



O emprego nos níveis mais baixos do governo caiu acentuadamente, quando deveria continuar crescendo com a população, gerando falta superior a um milhão de trabalhadores, muitos deles professores.

**Fonte : KRUGMAN, Paul (2012)**

Porém, como informa o gráfico 17, a queda no nível de empregos nos Governos e estados norte-americanos se acentuou após a crise, exatamente o oposto do recomendado pela teoria Keynesiana. Seria primordial além de manter o crescimento que vinha sendo constante, aumentar o número de contratações, na tentativa de se amenizar o alto número de demissões realizadas no setor privado. Professores, bombeiros, policiais, e demais empregos desse porte deveriam ter seus níveis crescentes.

Quatro anos atrás, Christina Romer, a então chefe do Conselho de Assesores Econômicos do Presidente Barack Obama, advertiu aos políticos para que estes não repetissem os erros cometidos em 1937, naquele ano Franklin Delano Roosevelt cortou cedo demais o estímulo fiscal pela implantando uma austeridade econômica, e

posteriormente a economia dos Estados Unidos voltou a entrar em recessão (Paul Krugman 2012). Mas esse conselho vem sendo ignorado.

Naquela época, tudo havia começado com uma crise bancária na pequena Áustria. A Áustria então tentou intervir por meio de um pacote de resgate dos bancos. Porém, os custos cada vez maiores da operação de resgate fizeram com que fosse colocada em dúvida a solvência do governo austríaco. Os problemas passados por aquele país, não pareciam capazes de afetar a economia internacional. Mas o que veio em seguida como resultado dos eventos foi uma corrida aos bancos e onda de pânico se instalou no mercado financeiro. Algo parecido com o acontecido nos dias de hoje.

A lição que fica de 1931 é a de que os Governos europeus mais fortes poderiam ter ajudado a Áustria a administrar os seus problemas. Os bancos centrais, especialmente o Banco da França e o Federal Reserve, poderiam ter feito muito mais no sentido de limitar os estragos. Mas ninguém com poderes suficientes para conter a crise se mexeu. Todos tentavam se limitar a dizer que aquilo não era uma responsabilidade deles (Krugman 2012). E isto está acontecendo novamente, tanto na Europa quanto nos Estados Unidos.

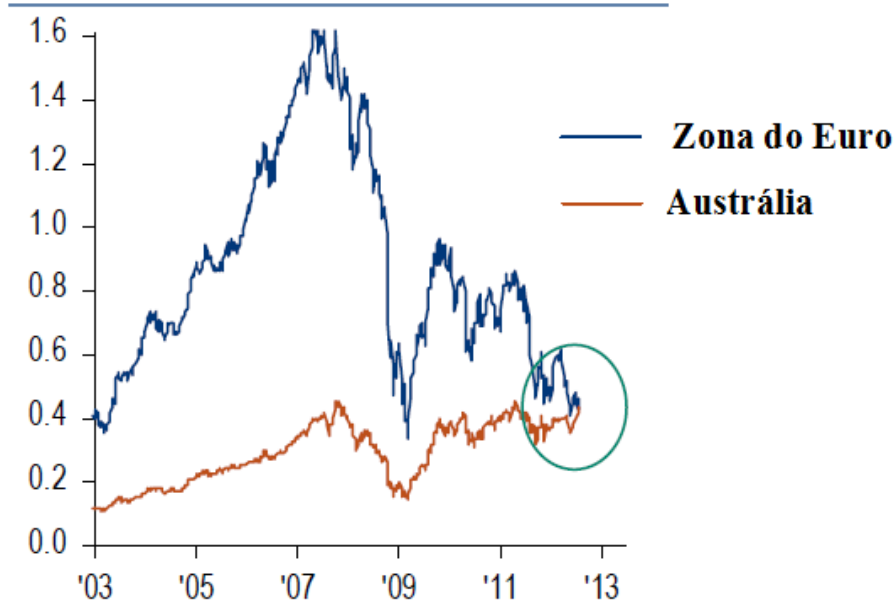
A forma com quem tem sido lidada pelos europeus em relação à crise bancária na Espanha, (A Grécia é praticamente uma causa perdida, é na Espanha que o destino da Europa sofre mais influência). Se parece com o da Áustria em 1931. A Espanha possui diversos bancos que estão passando por dificuldades e que necessitam de intervenção, mas o atual governo espanhol, assim como o governo austríaco do início da década de 30, enfrenta dúvidas generalizadas quanto à sua solvência.

Conforme o gráfico 18 mostra, o valor de mercado dos bancos da Zona do Euro, caíram drasticamente após a crise financeira de 2008, e hoje encontram-se somados, com o assustador valor de mercado equivalente ao da Austrália. Para muitos analistas, a Austrália está sobrevalorizada no mercado financeiro, porém, até o momento a Austrália vai se mantendo bem no cenário econômico, e não tira a credibilidade da análise sobre o quão afetados estão os bancos europeus. Muito dessa queda se dá pelo péssimo quadro de diversos bancos da Espanha, bancos grandes com ativos em todo o mundo. Então o contágio na economia de uma falência generalizada poderia ser ainda pior que o da Áustria em 1931. O que vemos no gráfico de valor de mercado dos bancos, é que após uma recuperação, muito incentivada pelos governos no início do pós crise, deixou de ser sustentável, e a partir disso os bancos da Europa voltaram a

enfrentar dificuldades, e hoje se encontram em níveis iguais aos mais deprimidos na época do contágio da crise.

**Gráfico 18**

**Valor de Mercado dos Bancos (Preço x Número de Ações)**



**Fonte: Relatório sobre o Mercado de Capitais da Austrália feito pelo Banco Merrill Lynch (2012).**

Sendo assim o que seria necessário aos líderes europeus seria que as nações credoras europeias precisam, de alguma forma, assumir parte dos riscos financeiros enfrentados pelos bancos espanhóis. Não, a Alemanha não gostará disso (Krugman 2012) mas como o que está em jogo é a própria sobrevivência do euro, um pouco de vontade política e a adoção de riscos maiores não deveria se constituir na principal preocupação para os alemães.

Segundo Krugman (2012), a solução apresentada até agora pela Europa não foi essa, e sim foi emprestar mais dinheiro ao governo espanhol (exigindo a continuidade das condições austeras de política econômica), e ordenar a este que resgatasse os seus próprios bancos. O que se viu após essa medida, foi que os mercados financeiros perceberam imediatamente que isso não resolveria nada, e só faria com que o governo da Espanha ficasse ainda mais endividado. Aprofundando a crise europeia ainda mais, com perspectivas para recessão em 2013 e índices de desemprego em nível recorde, chegando a 50% entre os jovens de 18 a 30 anos.

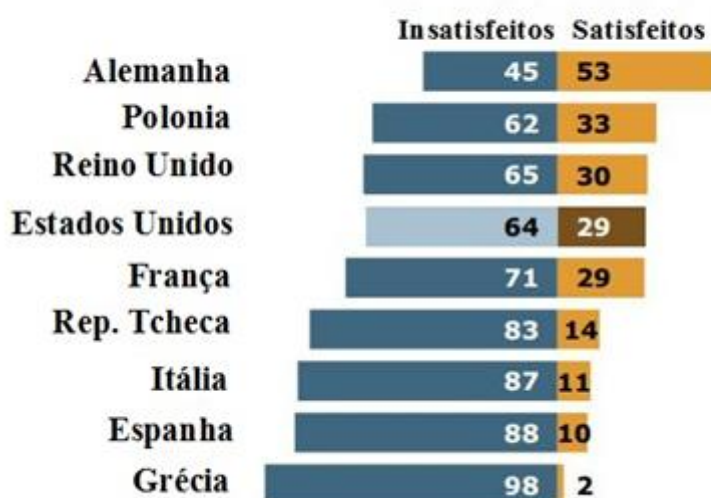
Esse quadro de depressão em alguns países, ou estagnação em outros, na medida em que não vão sendo melhorados, em vários casos pioram, pois aumentam o

endividamento das finanças públicas sem crescimento econômico acaba influenciando ainda mais negativamente na expectativa dos agentes e empresários em investir, impossibilitando a dinâmica do crescimento econômico. Hoje, assim como em 1931, as nações ocidentais contam com os recursos necessários não só para evitar uma catástrofe (Krugman 2012) como também para restaurar a prosperidade, e possuímos, ou deveríamos possuir, a vantagem adicional de sabermos muito mais do que sabiam os nossos antepassados, a respeito de como as depressões econômicas ocorrem e como acabar com elas. Mas conhecimento ou recursos não terão qualquer utilidade caso aqueles que os possuam recusem-se a utilizá-los. E em muitos casos, isso parece estar acontecendo, não só por divergências de ideologia e capacidade de gestão econômica, mas por razões políticas e de interesses.

Esses aspectos negativos no rumo da economia mundial, e principalmente o alto nível de desemprego, são refletidos (conforme podemos ver no gráfico 19) em eleições como na recente norte-americana, onde foi reeleito Barack Obama. Obama e o partido Democrata parecem possuir nesse momento um pensamento e uma gestão com vários pontos em comum com a teoria Keynesiana, que julga necessária a intervenção do Estado na geração de empregos e aumento do investimento, via expansão dos gastos Governamentais. Nos países europeus a população também luta diariamente contra as medidas austeras que aprofundam suas fragilidades econômicas, mas a gestão principalmente da Alemanha na Zona do Euro, não parece dar sinais de mudança.

**Gráfico 19**

### **Satisfação em relação ao rumo da Economia do País**



Fonte: Harvard Business School

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse estudo foi desenvolvido no intuito de se entender melhor os anos que estamos vivendo na economia mundial, e a motivação desde o começo era de poder estar analisando mais minuciosamente o momento econômico mais importante das últimas décadas. A opção do estudo foi reconhecer que a descrição e tentativa de análise do comportamento dos mercados financeiros e produtivos da economia capitalista, e no caso específico de seu momento de crise contemporânea, é adotar uma visão teórica, que no presente estudo foi à visão teórica pós-keynesiana. Descrição e análise estão dos momentos econômicos estão impregnados com a visão teórica adotada. Uma contribuição do presente trabalho está em apresentar a crise financeira e econômica contemporânea e as políticas econômicas de acordo com a visão pós-keynesiana, portanto de forma alternativa e diferente da visão hegemônica baseada na macroeconomia do *mainstream*.

O momento econômico merece vários estudos e análises devido a sua peculiaridade histórica. Depois de quase uma década de um período de grande prosperidade e alta geração de riqueza na maioria dos países do mundo, fomos pegos de surpresa, com exceções de alguns estudiosos, por uma crise que abalou o mundo inteiro, como não se via desde a década de 1930 do século passado. Desde instalada essa crise nas economias nacionais e nos blocos econômicos, nada parece ser mais importante para o estudo e atenção de um cientista econômico, pois os desdobramentos negativos desse acontecimento estão ainda afetando o desempenho e crescimento de várias economias nacionais.

A escolha da teoria pós-keynesiana não foi apenas por preferência ideológica, mas por dois motivos que contribuíram para adotar esta visão teórica. Primeiro, a analogia entre a crise da Grande Depressão da década de 1930 e a crise contemporânea. Por sua vez, a teoria de Keynes contribuiu para explicar as crises das economias capitalistas e por consequência, a crise da década de 1930 e as políticas econômicas adotadas para sua superação. Segundo, por Keynes propor a análise da economia capitalista como uma economia monetária da produção, a escola pós-keynesiana desenvolveu teorias sobre o financiamento dos investimentos, suas possibilidades de alavancagem que podem levar a períodos de prosperidade e, posteriormente, depressão, e sobre as políticas macroeconômicas em tempo de recessão.

O estudo focou maior dedicação à análise da economia dos Estados Unidos e Zona do Euro. O primeiro país, por ser a maior e central economia mundial, dentro da atual hierarquia das economias nacionais que compõem a economia global, além de ter dado início à crise. O segundo, por ser um grande bloco econômico recente e ambicioso, que foi atingido fortemente pelas consequências da crise, e que não parece achar soluções para seus inúmeros problemas. Esses problemas econômicos graves estão impedindo a sustentabilidade da continuação de um projeto muito interessante naquele que é o continente mais dividido do mundo, política e culturalmente. A solução dos problemas europeus estão mais distantes de serem resolvidos quando comparados aos norte-americanos, justificado pela dificuldade em se adotar políticas macroeconômicas devido a vários fatores, como a institucionalidade da zona do Euro, com banco central único, e pela aceitação da visão conservadora do governo alemão.

Dessa forma, o estudo constituiu na tentativa de ser apresentar ao leitor, um contexto macroeconômico gerado pelo novo regime de acumulação que foi formado a partir da década de 1980. Como um regime de acumulação baseado na ampliação do financiamento-endividamento para sustentar um nível de demanda elevado na economia nacional dos EUA, a crise financeiro a partir de 1980 deve ser entendida dentro deste contexto e não um desvio provocado pela ambição e erro de administração de instituições financeiras. Essa análise nos levou à causa da crise, podendo ser analisada da forma que ela ocorreu não apenas por fatores microeconomia mas também pelas estruturas criadas e incentivadas pela arquitetura do regime de acumulação vigente. Após isso, podemos ver quais foram as consequências imediatas desse desastre financeiro, que se espalhou rapidamente na economia produtiva, levando diversos países e grandes economias mundiais à recessão. E embora algumas recuperações tenham ocorrido ainda nos deparamos com o pior problema possível em uma economia nacional, o desemprego. Cabe aos Governos nacionais decidirem quais são suas prioridades, e respectivamente qual política econômica a ser usada, na Europa a recuperação do emprego não tem sido a prioridade, com suas políticas restritivas e de caráter austero levando a economia para um quadro recessivo.

Cerca de cinco anos após a crise iniciada nos Estados Unidos, embora a recessão tenha acabado em diversos países e a crise tecnicamente ter sido superada, o quadro que vivemos em algumas das grandes economias ocidentais é muito parecido com aquele que Keynes definiu como Depressão. O desemprego nos Estados Unidos, embora mostre sinais de recuperação, aliados com o nível da produção industrial e

ganhos do mercado financeiro, ainda está muito distante do normal e desejável. E na Europa o endividamento que deveria ter diminuído segundos os governantes e seus planos austeros, continua a aumentar. De mesma forma o desemprego no continente, que cresce mesmo em meio a níveis exorbitantemente altos. Juntos, esses países possuem centenas de milhões de cidadãos com dificuldades graves, e as perspectivas de futuro dos jovens de hoje estão enfraquecidos a cada mês, e nada disso deveria estar acontecendo.

A recomendação de política de austeridade tornou-se a ordem a ser seguida em diversas economias, e muitos alertas de que ela iria fazer a frágil recuperação sair dos trilhos, e poder levar à volta da recessão, foram ignorados. O presidente do BCE afirmou, no início das medidas, confiantemente que “a ideia de que as medidas de austeridade podem provocar a estagnação é incorreta”. Conforme vimos, os dados a partir de uma visão pós-keynesiana, fica claro que ele sim estava incorreto, pois mais que estagnação é o que estamos vendo na Zona do Euro, e as expectativas de crescimento do PIB para 2013 já se mostram negativas para alguns dos principais países. A austeridade parece não só ter um efeito recessivo sobre as economias mais fracas, como também seu efeito colateral é muito mais intenso do que se achava anteriormente, algo que Keynes já afirmava. A adoção de políticas austeras no momento errado, ao que parece, tem sido um erro crucial para o mau desempenho econômico.

Os líderes europeus mantiveram um quadro de sofrimento econômico só visto em épocas de depressão nos países devedores e sem restaurar seu objetivo principal, a confiança financeira, e ainda insistem que a solução é ampliar as mesmas medidas restritivas. O atual governo britânico, que possui condições de reverter as política econômicas por si só, se recusa totalmente a considerar a possibilidade de que cometeu um erro. Nos Estados Unidos, os políticos do partido Republicano mostram que adotarão a estratégia do confronto com os Democratas para negociar a ampliação do teto da dívida, passando a exigir cortes de gastos que poderiam anularam o positivo crescimento recente da economia sustentado pelo Estado.

Este trabalho buscou concluir, que possuímos o conhecimento e as ferramentas necessárias para sair dessa depressão. Certamente, no mínimo se merece uma tentativa de se aplicar nessas economias estagnadas os princípios econômicos keynesianos, consagrados há algum tempo. Porém o que bloqueia esta recuperação é também a falta de clareza intelectual nos poucos debates econômicos, com a presença da defesa de interesses e pouca vontade política dos governantes.

## REFERÊNCIAS

BELLUZZO, Luiz Gonzaga “**A Reforma Financeira Internacional**”. Carta Capital, 10 de Outubro de 2009.

BRESSER, Luiza Carlos. **Crise e Recuperação da Confiança**. In: Dossiê da crise I. AKB, 2008.

CAGNIN, R. F. “**Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano**”. Revista de Economia Política, São Paulo, vol. 29, nº 3 (115), jul./set. 2009.

CARVALHO, Fernando J. C. “**Keynes e a globalização financeira**”. Economia do Desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas. São Paulo: Campus/Elsevier, 2008.

\_\_\_\_\_. “**Sobre a ordem, incerteza e caos em economia**”, Revista brasileira de Economia, v. 48, n.2, abr. jun. 1994.

\_\_\_\_\_. “**Mercado, Estado e Teoria Econômica**”. Econômica, Junho, pp. 9-25, 1999.

\_\_\_\_\_. **A crise econômica internacional em 2010: uma avaliação a meio do caminho**. In: Dossiê da crise II. AKB, 2010.

\_\_\_\_\_. **Entendendo a Recente Crise Financeira Global**. Dossiê da crise II. AKB, 2008.

\_\_\_\_\_. **O retorno de Keynes**. Novos estud. - CEBRAP 2009, n.83, pp. 91-101.

DAVIDOSN, Paul (1972). **Money and the Real World**. London: Macmillam Press Ltda. de 2009. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br>>.

DEOS, Simone. **A Contemporaneidade de Minsky**. In: Dossiê da crise I. AKB, 2008.

FARHI, Maryse. **A crise e os dilemas da política econômica**. AKB, 2011.

\_\_\_\_\_. **Double Dip: A recuperação econômica em questão**. In: Dossiê da Crise II. AKB, 2010.



FMI – Fundo Monetário Internacional. “**Global Financial Stability Report**”. Washington, DC: International Monetary Fund, out. 2007b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

FMI – Fundo Monetário Internacional. “**Perspectivas de la Economía Mundial**”. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2009a. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

GREENSPAN, Alan. **A era da turbulência: aventuras em um mundo novo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

KEYNES, John M. “**A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda**”. São Paulo: Atlas, 1982. Publicação original: The general theory of employment, interest and money. Londres: Macmillan, 1936.

\_\_\_\_\_. Activities 1940-44: **Shaping the Post-War World**. The Clearing Union, MacMillan, London (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XXV, edited by Donald Moggridge).

\_\_\_\_\_. **A teoria alternativa da taxa de juros**. Clássicos da Literatura Econômica. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1988.

KRUGMAN, Paul. 2009, “**Como Puderam os Economistas Errar Tanto?**”. Folha de São Paulo, 06 de Setembro de 2009. Disponível em: <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2009/9/6/como-puderam-os-economistas-errar-tanto/?searchterm=juros%20Fed%20Crise>>.

\_\_\_\_\_. **A Crise de 2008 e a Economia da Depressão**. 1ª Edição. Rio de Janeiro. Editora Elsevier, 2009.

\_\_\_\_\_. **Um Basta à depressão econômica**. 1ª Edição. Rio de Janeiro. Editora Elsevier, 2012.

\_\_\_\_\_. **The Opinion Pages**; The New York Times. Disponível em: <http://topics.nytimes.com/top/opinion/editorialsandoped/oped/columnists/paulkrugman/index.html> Último acesso em Janeiro de 2012.

MINSKY, **Can “It” Happen Again?** Essays on instability and finance. New York: M.E.Sharpe Inc, 1982.

MOLLO, Maria de Lourdes R. **Crise e Deflação de Ativos: por quê?** In: Dossiê da crise I. AKB, 2008.

MORGAN STANLEY. **Relatório de Perspectivas**. Top Economic Reports 2012. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/views/gef/index.html>

PALLEY, Thomas I. **A Exaustão do Paradigma de Crescimento da Economia Americana**. In: Dossiê da crise II. AKB, 2010.

SCHILLER, Robert. J. **The Opinion Pages**; The New York Times. Disponível em: [http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/people/s/robert\\_j\\_shiller/index.html](http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/people/s/robert_j_shiller/index.html) Último acesso em Janeiro de 2012.

SOBREIRA, Rogério. **Os Derivativos e a Crise do Crédito**. In: Dossiê da crise I. AKB, 2008.

STIGLITZ, J.E. **Freefall: Free Markets and the Sinking of Global Economy**, Allen Lane (Londres 2010).

STUDART, R. **Investment finance in economic development**. London: Routledge, 1995

WHITE, A. EU presidency: **US stimulus is 'the road to hell'**, The Huffington Post, 25/03/2009.