

## **A crise financeira internacional do *subprime* e seus impactos<sup>1</sup>**

André Paiva Ramos<sup>2</sup>

Uma combinação de diversos fatores resultou na crise do *subprime* e nos seus desdobramentos negativos, que atingiram o sistema financeiro internacional impactando diretamente a economia mundial. O auge da crise deu-se entre 2007 e 2010, período em que a maioria dos países foi afetada significativamente. Diante dos relevantes efeitos negativos, os governos das principais economias do mundo adotaram medidas econômicas visando a combater a crise.

Na configuração atual do mundo globalizado predominam as finanças. Dentre as principais características tem-se a livre mobilidade e eliminação dos controles de capitais, desregulamentação do mercado financeiro, taxas de câmbio flexíveis e a ligação entre os diferentes sistemas nacionais de crédito com troca de informações e de fluxos de capitais de forma instantânea. Somam-se a essas características o desenvolvimento de inovações financeiras e a ascensão e o papel dos fundos institucionais (fundos de pensão, seguradoras, dentre outros) (MOLLO, 2008, p. 16-17).

No caso das inovações financeiras, há a multiplicação de dívidas por meio dos chamados derivativos, securitizações, produtos financeiros estruturados, dentre outros. Já os fundos institucionais passam a ter um papel extremamente relevante devido aos vultosos recursos que eles gerem em busca de lucros, elevando a nível mundial a volatilidade e a instabilidade financeira e, conseqüentemente, resultando em recorrentes crises. A ascensão e dominação do pensamento neoliberal, sobretudo a respeito da globalização financeira e da redução da intervenção dos Estados, é um outro fator relevante (MOLLO, 2008, p. 16-17). Deve-se acrescentar o papel do dólar como moeda forte internacional, que confere ao país emissor, os Estados Unidos (EUA), enormes privilégios econômicos, estratégicos e geopolíticos.

---

1 Este texto está baseado na seção 2.1 do segundo capítulo de Ramos (2015).

2 Economista e Mestre em Economia Política pela PUC-SP.

Assim, analisando o sistema financeiro internacional e a ocorrência da crise do *subprime*, Bresser- Pereira descreve:

Sabemos que tudo isto pode ocorrer porque os sistemas financeiros nacionais foram sistematicamente desregulados desde que, em meados dos anos 1970, começou a se formar a onda ideológica neoliberal ou fundamentalista de mercado. Para ela, os mercados são sempre eficientes, ou, pelo menos, mais eficientes do que qualquer intervenção corretiva do Estado, e, portanto, podem perfeitamente ser autorregulados [...] sabemos que esta ideologia ultraliberal era legitimada nos Estados Unidos pela teoria econômica neoclássica (BRESSER- PEREIRA, 2012, p. 10).

Vale destacar que, sobretudo a partir dos anos 1980, os bancos, por meio das inovações financeiras, visavam a retirar os riscos de crédito dos seus balanços e tornar-se mais líquidos. Desta forma, aumentou-se o grau de alavancagem das operações financeiras, de modo que os coeficientes de capital exigidos pelos Acordos de Basileia deixaram de ser atendidos. Além disso, aqui vale ressaltar o papel do chamado *shadow banking system*, que constituía grande parte dos agentes financeiros envolvidos na crise do *subprime* (FARHI et al., 2012, p. 54-55).

De acordo com Farhi et al. “o termo *shadow banking system* inclui o leque de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais”. Os fundos de pensão, as seguradoras, os *hedge funds* e os grandes bancos de investimentos independentes podem ser incluídos nesse termo. Essas instituições não eram sujeitas às normas regulatórias dos Acordos de Basileia, de forma que elevavam sobremaneira o seu grau de alavancagem e sua exposição aos riscos (FARHI et al., 2012, p. 54-55).

Além disso, a busca por grandes margens de lucros de maneira rápida acirrou a concorrência entre investimentos produtivos de médio e longo prazo e operações financeiras simplesmente especulativas de curto prazo, em favor destas últimas. Porém, apesar do predomínio das finanças, elas não são independentes das atividades produtivas (MOLLO, 2008, p. 16-17).

Esse conjunto de fatores impulsionou, principalmente a partir da década de 1980, um descompasso entre o crescimento do valor dos ativos financeiros e o crescimento do valor dos ativos reais. Os ativos financeiros tiveram uma taxa de crescimento muito maior do que a dos ativos reais. Segundo Mollo, “enquanto no início dos anos 1980 a relação entre esses ativos era de respectivamente pouco mais de um para um, essa relação ultrapassa três unidades de ativos financeiros para uma unidade de produção real em 2006”. Como consequência desse des-

compasso, são as crises que determinam os respectivos limites nas economias muito alavancadas (MOLLO, 2008, p. 16-17).

Abaixo, segue um trecho em que Ferrari Filho e Paula complementam essa análise.

Diante de um quadro em que inexistem regras monetário- financeiras e cambiais estabilizantes, os instrumentos tradicionais de política macroeconômica tornaram-se crescentemente insuficientes para conter os colapsos financeiros (e cambiais) em nível mundial, e acabaram resultando em frequentes crises de demanda efetiva (FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 3).

Todas as características da globalização financeira, seu respectivo processo especulativo no sistema financeiro internacional e a inter-relação com a economia real constituem um quadro extremamente complexo para a economia mundial na atualidade. Retomando a teoria keynesiana, para abordar a conexão entre a especulação dos mercados financeiros e a economia real, Ferrari Filho e Paula citam Keynes ao descreverem que “a posição é séria quando o empreendimento torna-se subproduto das atividades de um cassino, o trabalho provavelmente será malfeito” (KEYNES, 1964, p. 159 apud FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 4). De forma complementar e explicativa esses autores escrevem:

Especulação, em uma economia global, tem caráter disruptivo não somente em mercados domésticos, mas também sobre os países como um todo, criando uma espécie de cassino financeiro ampliado. Na perspectiva keynesiana, a instabilidade financeira não é vista como “anomalia”, mas como resultante da própria forma de operação dos mercados em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global. Nesse sentido, o formato institucional específico desses mercados determina as possibilidades de se ter um ambiente em que a especulação possa florescer e, portanto, crises financeiras não são apenas resultados de comportamentos “irracionais” dos agentes econômicos, mas resultam da própria forma de operação dos mercados financeiros globais liberalizados sem um sistema de regulação adequado (FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 4).

A partir desse conjunto de fatores, desencadeou-se a crise financeira internacional do *subprime* que eclodiu em 2007-2008 nos EUA. Ferrari Filho e Paula afirmam que essa é a crise da globalização financeira, a qual apresenta como características uma tendência à criação de um mercado financeiro global integrado e uma intensificação do fluxo de capitais entre os países e, desta forma, cria

um “único” mercado mundial de dinheiro e crédito (FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 2-3).

A crise do *subprime* teve origem no mercado imobiliário dos EUA, sobretudo no sistema de financiamento, e no mercado financeiro mundial. Em ambos os mercados, ocorreram marcantes comportamentos especulativos, principalmente mediante a venda de ativos financeiros lastreados a financiamentos imobiliários dos EUA. Assim, é importante destacar que, de acordo com Bresser-Pereira, essa é uma crise bancária no centro do capitalismo, não sendo, assim, uma crise de balanço de pagamentos comum em países em desenvolvimento que tentam crescer com poupança externa. Outro ponto importante de se ressaltar é a inter-relação entre o mercado imobiliário dos EUA e o mercado financeiro internacional (BRESSER- PEREIRA, 2012, p. 9-10).

Na década de 1990, os bancos buscaram alternativas para ampliar seus lucros, já que o Banco Central norte-americano, Federal Reserve (FED), mantinha a taxa básica de juros baixa em relação ao padrão histórico. Como alternativa, os bancos aumentaram sua atuação no financiamento no mercado imobiliário norte-americano. Esse mercado já era enorme, com um grande potencial de crescimento, maduro e relativamente lento. As instituições financeiras procuraram novas formas de ampliá-lo mais intensamente. Para isso, foi aberto o mercado para os tomadores chamados de *subprime* com base em contratos de hipotecas residenciais de longa duração nos quais o próprio imóvel é dado como garantia do empréstimo. O mercado *subprime* é o mercado de baixa renda no qual os indivíduos não possuem renda, garantia ou histórico de crédito que justificassem, a partir de uma análise de crédito e de risco, a concessão do empréstimo. Assim, o mercado *subprime* abrangia um enorme contingente da população que não tinha acesso ao mercado de financiamento de imóveis. Também, por representarem crédito com maiores riscos, havia a possibilidade de serem aplicadas taxas de juros em patamares mais altos (CARVALHO, 2012a, p. 21-23). Desta forma, as condições de atuação foram de “exploração financeira”. No caso do segmento do *subprime*, o crédito ocorria com taxas de juros variáveis, inicialmente baixas, mas elevavam-se ao longo do tempo. Esse aumento dos juros resultou, posteriormente, em um “processo de estrangulamento do tomador de crédito” (FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 3).

Já no mercado financeiro, foram utilizadas inovações financeiras, sobretudo, mecanismos de securitização. Assim, as firmas, os bancos e outros agentes financeiros se financiavam “empacotando” rendas a receber (FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 3). Além de elevar os recursos para a oferta de crédito, essas operações visavam a diminuir os riscos que representavam o mercado *subprime*. Nesse processo, um determinado número de contratos de hipotecas, com a promessa de pagamento de uma determinada taxa de juros, baseada nos juros pagos

pelo tomador da hipoteca, são vendidos no mercado financeiro (CARVALHO, 2012a, p. 24). Para serem colocados à venda, as agências de classificação de risco e as seguradoras tiveram um papel de destaque. Um determinado número de contratos de hipotecas era “empacotado”, processo que junta diversos contratos com diferentes análises de risco, de maneira a negociá-los em conjunto e tentar diluir os riscos. As agências de *rating* analisavam e classificavam esses ativos de acordo com o seu grau de risco. A partir dessa classificação, os ativos eram assegurados pelas grandes empresas de seguros e vendidos no mercado financeiro internacional. Esse processo elevou o grau de alavancagem das instituições financeiras visando a elevar a oferta de crédito para o segmento *subprime*.

Com o aumento expressivo da oferta de crédito e a facilidade de obtenção de hipotecas, ocorreu, como consequência, uma considerável elevação na contratação dessas hipotecas e um enorme aumento na demanda por imóveis. Consequentemente, os imóveis passaram a apresentar uma tendência constante de altas taxas de valorização. Devido a esse processo, iniciou-se um quadro de especulação no mercado imobiliário, no qual os tomadores de hipotecas passaram a tomar crédito com valores cada vez maiores, já que o imóvel em questão, que garantia a tomada de crédito, apresentava um valor cada vez mais elevado.

Dentro desse período de prosperidade e estabilidade da economia americana, do grande mercado que representava o *subprime* e de elevada oferta de crédito a esse segmento, foram contratados enormes valores em hipotecas. Arelados a isso, os títulos referentes a essas operações se multiplicaram e foram amplamente negociados no mercado financeiro internacional. Tanto no mercado americano quanto no mercado internacional, houve uma tendência de valorização dos ativos. Logo, o resultado desse processo foi a diminuição das margens de segurança e da preferência pela liquidez, elevando a alavancagem das instituições financeiras e dos contratantes das hipotecas. Consequentemente, ao resgatar a teoria de Minsky, pode-se afirmar que esse comportamento resultou em um aumento da fragilização da economia, na qual houve um direcionamento mais intensivo para as posturas especulativas e, sobretudo, a Ponzi.

Sobre esse aspecto a visão de Belluzzo aponta que:

O clima de “confiança”, como de hábito, disseminou o risco sistêmico que os sabichões imaginavam ter afastado com a utilização de derivativos. Nos últimos anos, a redução da volatilidade nos preços dos ativos e das moedas e a maior liquidez ensejam a exasperação da “alavancagem”, desde os consumidores endoidecidos até os *hedge funds* escorados nas facilidades do crédito bancário barato (BELLUZZO, 2014, p. 116).

O aumento do grau de alavancagem e, consequentemente, de fragilização da economia expôs o grande equívoco de que as inovações financeiras mitiga-

vam os riscos. Em vez disso, verificou-se que os riscos eram apenas transferidos do balanço de um agente econômico para outro, de forma que, em termos sistêmicos, os riscos ainda permaneciam presentes. Ou seja, as complexas inovações financeiras e a falta de regulação do sistema financeiro, elevaram a alavancagem das instituições financeiras de forma a multiplicar os ativos financeiros. Porém, ao invés de mitigar riscos as inovações financeiras transferiam os riscos entre os agentes econômicos. Assim, os riscos eram transferidos dos balanços dos bancos para outras instituições financeiras através de um “reempacotamento” de títulos securitizados e produtos estruturados, resultando em outros ativos que eram vendidos no mercado secundário (FARHI et al., 2012, p. 56-57).

Entretanto, no final de 2006, com a economia norte-americana apresentando um desempenho mais modesto, uma política monetária de aumento da taxa básica de juros de curto prazo e grandes elevações das taxas de juros das hipotecas, muitos tomadores desse crédito não tiveram como pagar e tornaram-se inadimplentes. Diante do fato de que um enorme valor em operações de hipotecas do *subprime* foi contratado e também um enorme valor em títulos atrelados a essas hipotecas foram pulverizados e negociados amplamente no mercado internacional, iniciou-se um contágio no sistema financeiro. Os títulos financeiros começaram a perder remuneração e, assim, os investidores passaram a receber um retorno menor do que o esperado. Como consequência, os detentores desses papéis iniciaram, de maneira conjunta, a oferta desses títulos, de forma que a atratividade e a liquidez desses ativos diminuíram drasticamente. Esses papéis passaram a representar um enorme risco de prejuízo (CARVALHO, 2012a, p. 25-26). Abaixo, segue um trecho em que Bresser-Pereira expõe o seu ponto de vista sobre aos motivos cruciais que conduziram à crise.

Sabemos que a causa direta da crise foi a concessão de empréstimos hipotecários de forma irresponsável, para credores que não tinham capacidade de pagar ou que não a teriam a partir do momento em que a taxa de juros começasse a subir como de fato aconteceu. E sabemos também que esse fato não teria sido tão grave se os agentes financeiros não houvessem recorrido a irresponsáveis “inovações financeiras” para securitizar os títulos podres transformando-os em títulos AAA por obra e graça de agências de risco interessadas em agradar seus clientes (BRESSER- PEREIRA, 2012, p. 10).

Com o aumento da inadimplência e a diminuição da oferta das hipotecas, a demanda por imóveis iniciou uma forte queda enquanto a sua oferta apresentou elevação. Os especuladores do mercado imobiliário, que haviam comprado imóveis por meio das hipotecas para revendê-los por um valor maior, passaram a não

conseguir vendê-los. Além deles, os tomadores de crédito que não conseguiram honrar com os compromissos hipotecários passaram também a ofertar os imóveis sem sucesso de venda. Logo, ocorreu uma inflexão nos preços dos imóveis com uma drástica queda nos seus preços. Porém, como esses imóveis eram a garantia dos empréstimos concedidos, eles começaram a valer menos do que o valor emprestado para a aquisição. Ou seja, os imóveis não garantiam mais o valor emprestado pelas instituições financeiras.

Os detentores dos papéis lastreados nas hipotecas perceberam que, além de não receber a remuneração dos juros, não conseguiriam vender esses papéis sem um grande prejuízo. Uma corrida para a venda desses papéis fez com que os preços caíssem fortemente e a desconfiança acabou contaminando outros segmentos do mercado de capitais. Consequentemente, os preços de títulos de diversos segmentos desabaram. Com a queda expressiva desses títulos, as instituições financeiras foram impactadas em seu lado patrimonial. Ou seja, o valor dos seus ativos, o que elas têm para receber, caíram abaixo dos seus passivos, obrigações que têm de pagar. Assim, o capital passou a ser negativo e essas instituições se tornaram insolventes. Isso ocorreu com várias instituições financeiras que possuíam papéis lastreados ao *subprime*. Devido à queda do valor desses papéis e dos ativos financeiros em geral, essas instituições se tornaram insolventes ou muito perto disso. Vale destacar que grande parte das instituições financeiras norte-americanas estava exposta, em suas carteiras, aos papéis derivados do *subprime* em um determinado grau. Assim, enormes instituições financeiras se tornaram insolventes, falidas, de forma que deveriam ser fechadas, sofrer intervenções ou ser vendidas (CARVALHO, 2012a, p. 26-27).

Abaixo, segue um trecho em que Sicsú descreve o processo que desencadeou a crise patrimonial.

Os valores de passivos são mais rígidos do que de ativos. Se por um lado, a maior parte dos ativos das instituições financeiras é cotada pelo mercado, por outro, os seus passivos estão registrados em contratos. Assim, passivos e ativos se desequilibraram. Foi isto que tornou o capital de diversas instituições insuficiente para garantir a continuidade de suas operações. A terceira crise, então, adentrou a economia: a crise patrimonial. Primeiro foi a crise de crédito, que se transformou em crise de liquidez que, por sua vez, se transformou em crise patrimonial (SICSÚ, 2008, p. 58).

Devido à forte perda de confiança dos agentes, houve um intenso processo deflacionário no mercado financeiro e habitacional dos EUA. Isso levou a um aumento da preferência pela liquidez e da retração do capital das instituições sobreviventes e, como consequência, a uma retração do crédito, a uma forte desa-



celeração no crescimento econômico, desencadeando um grande aumento do desemprego (CARVALHO, 2012a, p. 26-27).

Bresser-Pereira expõe o impacto sobre as instituições financeiras causado pela perda de confiança e pelo aumento da preferência pela liquidez dos agentes econômicos.

É uma profunda crise de confiança, decorrente de uma cadeia de empréstimos originalmente imobiliários baseados em devedores insolventes que, ao levar os agentes econômicos a preferirem a liquidez e assim liquidar seus créditos, está levando bancos e outras empresas financeiras à situação de quebra, mesmo que elas próprias estejam solventes (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 9).

Dadas as características da globalização financeira e a ocorrência da crise no centro do capitalismo, a queda nos preços dos ativos financeiros rapidamente contaminou todo o sistema financeiro internacional. Entretanto, foi a partir da quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, que o cenário econômico mundial, tanto financeiro como produtivo, foi abrupta e negativamente impactado. De acordo com Bresser-Pereira, o não salvamento e a consequente quebra do banco Lehman Brothers constituíram um erro grave e pontual do Tesouro norte-americano. A quebra de um banco grande, como o Lehman Brothers, gera um grande risco de crise sistêmica. A partir desse momento, o quadro financeiro internacional entrou em franca deterioração (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 11 -12). Abaixo, segue um trecho de Farhi (2012) que descreve a sua interpretação sobre o contágio da crise no sistema financeiro internacional.

A crise financeira adquiriu contornos sistêmicos a partir da falência do Lehman Brothers nos Estados Unidos em setembro de 2008. Essa falência acarretou a paralisação das operações interbancárias, e a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em um movimento de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global. Essa crise, que se desdobrou no mundo todo, revelou-se uma crise do próprio modelo neoliberal, em que falharam diferentes princípios, como a eficiência dos mercados, inclusive em sua capacidade para se “autorregular”, e a “não intervenção” do Estado na economia (FARHI, 2012, p. 35).

Por causa da quebra do Lehman Brothers, que resultou em forte pessimismo e pânico dos agentes do sistema financeiro internacional, iniciou-se uma rápida e

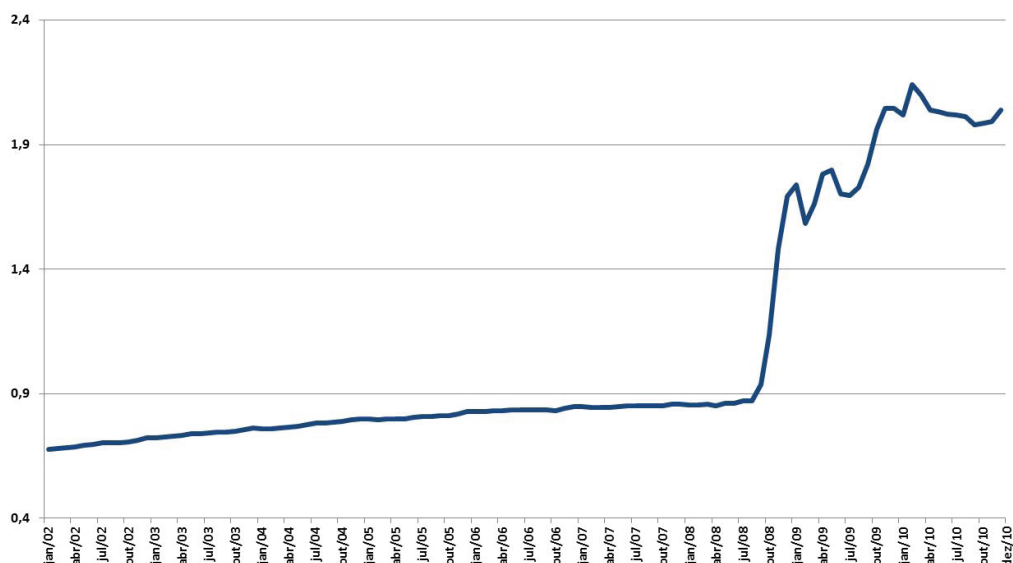


brusca deflação dos ativos no sistema financeiro internacional. O crédito, em nível mundial, travou e a busca pela máxima liquidez e menor risco prevaleceu. Assim, começou uma grande corrida pela compra de títulos soberanos. Nesse ponto, apesar de remunerar taxas de juros negativas em termos reais, os títulos norte-americanos foram os mais demandados. Eles são considerados os mais líquidos e de menor risco do mundo, devido, sobretudo, ao fato de os EUA emitirem a principal moeda internacional, o dólar. Belluzzo, no trecho abaixo, enfatiza a busca por títulos públicos em um cenário de crise financeira.

Em uma crise financeira, como a que atravessamos, os títulos públicos dos países dominantes relevam sua natureza de “ativos de última instância”, abrigo em que encontra refúgio a angústia que se apodera das almas dos possuidores e controladores privados da riqueza (BELLUZZO, 2014, p. 116).

Esse quadro de pânico fez com que os governos de diversos países tomassem medidas para tentar conter o cenário de deterioração que estava em curso. O governo norte-americano, em uma tentativa de evitar uma sequência de quebras e conter a forte deterioração das expectativas, iniciou um processo de salvamento de grandes empresas e instituições. Segundo Bresser-Pereira, a atuação dos governos, a partir da quebra do Lehman Brothers, foi em geral rápida e ativa. O governo norte-americano introduziu um plano de salvamento de grandes grupos, como o American International Group, e injetou US\$ 700 bilhões para a solvência dos bancos. Na Europa, os bancos europeus sofreram diversas intervenções para socorrer os próprios bancos e os cidadãos depositantes (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 11-12). Assim, Farhi descreve que “em seu ápice, bancos e economistas clamavam em alto e bom som pela injeção de trilhões de dólares no “salvamento” de Wall Street e demais praças financeiras dos países desenvolvidos” (FARHI, 2012, p. 35).

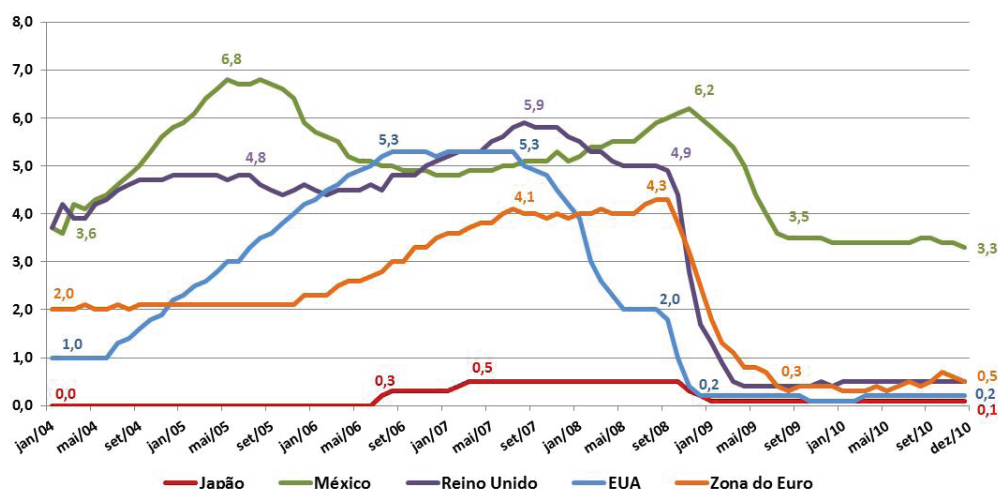
O plano de injeção de liquidez na economia, realizado pelo *Federal Reserve* (FED), banco central dos EUA, por meio da compra de títulos, foi denominado *Quantitative Easing*. Esse programa elevou sobremaneira a base monetária dos EUA e, conseqüentemente, a liquidez na economia internacional. A base monetária dos EUA passou de US\$ 0,9 trilhão em setembro de 2008 para US\$ 2,1 trilhões no início de 2010 (Gráfico 1).



**Gráfico 1** Estados Unidos – *Quantitative Easing* do FED – Base monetária em US\$ trilhões, de janeiro de 2002 a dezembro de 2010.

Elaboração própria. Fonte primária: FED (*Monetary Base*).

A partir da atuação do FED, os principais bancos centrais do mundo empreenderam, de maneira coordenada, uma redução das taxas básicas de juros. No caso dos EUA, a taxa básica de juros de curto prazo, após sua constante elevação entre 2004 e 2007, um dos fatores responsáveis pela crise, foi reduzida a partir do segundo semestre de 2007 – de 5,3% a.a. em julho de 2007 para 0,2% a.a. em dezembro de 2008. Assim, a taxa de juros tornou-se negativa em termos reais. Na Zona do Euro, a taxa foi reduzida de 4,3% a.a. em agosto de 2008 para 0,3% a.a. em agosto de 2009. No Reino Unido, houve redução de 5,0% a.a. em agosto de 2008 para 0,4% a.a. em abril de 2009 (Gráfico 2).



**Gráfico 2** Países selecionados: taxas de juros de curto prazo em porcentagem ao ano, de janeiro de 2004 a dezembro de 2010.

Elaboração própria. Fonte primária: OECD.

Portanto, a forte injeção de liquidez e a queda da taxa básica de juros foram medidas implementadas pelos principais governos visando a impulsionar a demanda agregada e combater os efeitos negativos da crise. Abaixo, segue um trecho em que Lacerda (2011) resume essa questão:

Os principais governos e bancos centrais do mundo, literalmente, rasgaram seus manuais no intuito de combater os efeitos da crise e animar o consumo e os investimentos. Desde o final de 2008, os principais bancos centrais – dos Estados Unidos, da zona do euro, da Inglaterra e do Japão – reduziram suas taxas básicas nominais de juros a quase zero. Adicionalmente injetaram cerca de US\$ 10 trilhões na economia, visando salvar bancos e empresas do pior (LACERDA, 2011, p. 27).

Nesse cenário de pânico, após muitos anos de desenvolvimento de teorias defendendo uma atuação mínima do Estado e uma desregulamentação do sistema financeiro, a atuação do Estado foi a única forma de salvar o sistema financeiro mundial. Os Estados, sobretudo através de políticas monetárias expansionistas, assumiram o papel de emprestador de última instância, garantindo e injetando liquidez nos mercados e também foram determinantes para conter a forte deterioração nas expectativas dos agentes. Porém, segundo Farhi et al., vale pontuar que, apesar de todo o esforço monetário, as incertezas acerca de eventuais desdobra-

mentos da crise mantiveram elevado o grau de preferência pela liquidez e, assim, o “empocamento de liquidez” em escala mundial (FARHI et al., 2012, p. 54).

Bresser-Pereira aponta que os governos de todos os países compreenderam a gravidade do quadro financeiro internacional e tiveram uma reação pronta com medidas para aumentar a solvência e garantir a liquidez dos mercados (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 9). Entretanto, com base em Ferrari Filho e Paula, as políticas de injeção de liquidez no sistema financeiro e a redução das taxas básicas de juros ocorreram, em maior grau, nos países desenvolvidos e, em menor grau, nos países em desenvolvimento (FERRARI FILHO; PAULA, 2012a, p. 4-5). É importante pontuar que as preocupações com desequilíbrios fiscais e endividamento público foram os principais fatores que contiveram uma maior atuação dos Estados dos países em desenvolvimento frente aos efeitos negativos da crise do *subprime*. Abaixo, segue um trecho de Bresser-Pereira que mostra sua análise sobre a importância da atuação do Estado.

Quando vemos o Estado surgir em cada país como o único possível porto seguro, fica evidente o absurdo da oposição entre mercado e Estado proposta pelos neoliberais e neoclássicos. [...] O Estado é muito maior do que o mercado. Ele é o sistema constitucional-legal e a organização que o garante. O Estado é o instrumento por excelência de ação coletiva da nação. Cabe ao Estado regular e garantir o mercado e, como vemos agora, servir de prestador de última instância (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 11).

A crise do *subprime* impactou negativamente o nível de atividade dos países e, consequentemente, acarretou grande aumento do desemprego. Com exceção da China e da Índia, que apresentaram desaceleração do crescimento, os países, de modo geral, registraram uma retração do PIB principalmente em 2009. Nesse ano, podem ser destacadas as quedas no PIB dos países desenvolvidos, como a Alemanha (-5,1%), os EUA (-2,8%) e o Japão (-5,5%). Já a Zona do Euro registrou uma retração de 4,5% do PIB. Do lado dos países em desenvolvimento, o Brasil (-0,2%), a Rússia (-7,8%) e o México (-4,7%) também apresentaram retração do PIB em 2009. No caso do Brasil, ressalta-se a sua forte recuperação em 2010 (+7,6%) (Tabela 2.1).

Em termos comparativos, em 2009 o PIB de grande parte dos países apresentou um recuo mais intenso do que o brasileiro. Já em 2010, o resultado brasileiro foi muito superior à média mundial e à média dos países desenvolvidos, e em igual nível em relação ao resultado da média dos países em desenvolvimento. Vale destacar que, na média dos países em desenvolvimento, estão os resultados do crescimento do PIB da China e da Índia, que puxam a média para cima (Tabela 1).

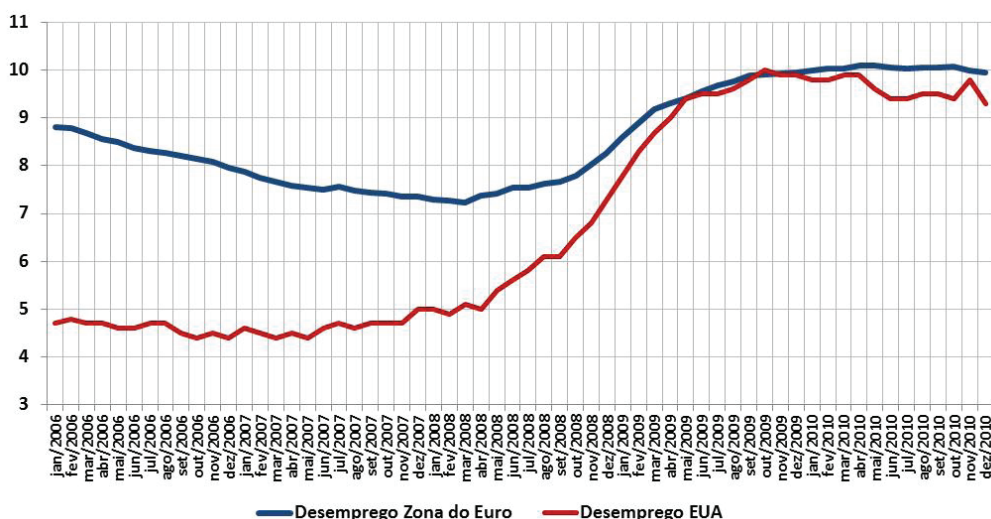
**Tabela 1** Países selecionados: crescimento econômico, PIB, em porcentagem, de 2000 a 2010

Região / País	2000- 2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mundo	4,1	5,6	5,7	3,0	0,0	5,4
Países Desenvolvidos	2,6	3,1	2,8	0,1	-3,4	3,1
EUA	2,8	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5
Zona do Euro	1,9	3,3	3,0	0,4	-4,5	2,0
Alemanha	1,0	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,9
Reino Unido	3,2	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7
Japão	1,4	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7
Espanha	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,8	-0,2
Países em Desenvolvimento	6,0	8,2	8,6	5,8	3,1	7,5
Brasil	3,1	4,0	6,0	5,0	-0,2	7,6
Rússia	6,8	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5
Índia	6,2	9,3	9,8	3,9	8,5	10,3
China	9,5	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4
África do Sul	3,9	5,6	5,5	3,6	-1,5	3,1
México	2,2	5,0	3,1	1,4	-4,7	5,1

Elaboração própria. Fonte primária: IBGE; FMI (*World Economic Outlook* Outubro 2014).

Assim, os países em desenvolvimento tiveram desempenhos diferenciados diante dos desdobramentos da crise do *subprime*. A China e a Índia, devido, sobretudo, aos seus grandes mercados internos, apresentaram uma desaceleração no seu crescimento e não um recuo. Já a Rússia e o México registraram uma forte retração em 2009. No caso da Rússia, a sua economia foi afetada pela forte queda nas cotações internacionais das *commodities*, pois depende principalmente de petróleo e de gás. No caso do México, sua economia foi diretamente impactada porque ela é, em grande parte, atrelada à dos EUA.

A forte queda no nível de atividades teve como consequência uma forte elevação do nível de desemprego nos países de modo geral. Segundo Dymski, ao se referir aos EUA e ao Reino Unido, após 2008 “o emprego despencou para níveis sem precedentes nos dois países, à medida que milhares de postos de trabalho foram perdidos, bem como a recessão foi prolongada e não ocorreu um surto de investimento capaz de introduzir um novo ciclo de crescimento robusto” (DYMSKI, 2012, p. 42). Nos EUA o desemprego passou de uma taxa média anual em 2007 abaixo de 5% para taxas em torno de 10% no final de 2009 e em 2010. Já na Zona do Euro, com base nos dados do Banco Central Europeu, a taxa de desemprego passou de uma taxa média anual de 7,5% em 2007 para 10% no final de 2009 e em 2010 (Gráfico 3).



**Gráfico 3** Taxa de desemprego nos EUA e na Zona do Euro, em porcentagem, de janeiro de 2006 a dezembro de 2010.

Elaboração própria. Fonte primária: FED (*Civilian Unemployment Rate*); ECB.

Assim, os impactos negativos da crise do *subprime* foram enormes, sendo considerada a maior crise internacional desde a de 1929. Porém, a atuação estatal foi de grande importância para conter os fortes efeitos negativos da crise e para implantar políticas macroeconômicas e microeconômicas visando à recuperação, destacando-se as medidas para impulsionar a demanda agregada. Abaixo, segue um trecho em que Carvalho (2012b) faz uma análise das políticas econômicas implementadas a partir do final de 2008 e sua importância para combater os efeitos negativos da crise e para fomentar a recuperação.

As boas notícias referem-se, naturalmente, ao sucesso que as políticas macroeconômicas implementadas a partir do final de 2008, em quase todo o mundo, tiveram na contenção dos impactos mais destrutivos da crise financeira de 2007/2008 sobre a produção e o emprego. [...] A recuperação que se seguiu, por outro lado, não foi tão surpreendente, uma vez que foi apoiada e alimentada pela mesma política macroeconômica que conteve a contração do produto. Políticas fiscais expansionistas em muitos países (com a notável exceção alemã), políticas monetárias de sustentação de liquidez, políticas microeconômicas de incentivo a setores específicos, mas de grande impacto, como a indústria automobilística e a de construção civil, contribuíram para reviver a demanda agregada e mitigar o impacto das tendências naturais de empresas e consumidores de se retrair frente

ao desemprego, às incertezas do futuro, ao excessivo endividamento de alguns setores etc. (CARVALHO, 2012b, p. 49-50).

Desta forma, pode-se concluir a importância da atuação do Estado, sobretudo em um contexto de crise. Diminuir as incertezas, conter a queda de preço dos ativos, restaurar a confiança, impulsionar uma retomada dos desembolsos de crédito por parte dos bancos e das atividades produtivas, garantir a liquidez da economia e atuar como prestador de última instância foram medidas que delimitaram em geral as atuações dos Estados. Ferrari Filho e Paula (2012b) descrevem a importância fundamental da ação estatal para prevenir ou remediar a crise e, sobretudo, em momentos críticos, sobressai “uma maior coordenação global entre as diferentes políticas nacionais, em particular dos grandes países desenvolvidos”. Logo, destacam-se a ação de um *Big Bank* e a de um *Big Government* da teoria de Minsky<sup>3</sup> (FERRARI FILHO; PAULA, 2012b, p. 105).

A configuração da economia globalizada e suas características, tais como, o predomínio das finanças, a conexão entre a atividade real e o sistema financeiro, os processos especulativos, sobretudo no mercado financeiro, e a desregulamentação do sistema financeiro, foram os principais fatores que levaram à eclosão da crise do *subprime* nos EUA e ao seu rápido e negativo desdobramento em nível mundial. Diante dos efeitos negativos, as atuações dos Estados foram consideradas essenciais para conter a deterioração em curso e para iniciar uma reversão desse quadro. De forma coordenada, as principais economias do mundo rapidamente adotaram diversas medidas, com destaque para os planos de salvamento de grandes empresas e bancos, injeções de liquidez monetária e reduções coordenadas das taxas básicas de juros pelos principais bancos centrais.

Mesmo com essas medidas, a crise do *subprime* impactou significativamente o nível de atividades dos países, levando a um relevante resultado negativo do PIB e a uma forte elevação do nível de desemprego nos países em geral. Destaca-se o desempenho do Brasil, que registrou uma pequena retração do PIB em 2009 comparativamente aos outros países e apresentou uma rápida recuperação e um forte crescimento em 2010. Um conjunto de medidas anticíclicas, com destaque para as áreas fiscal, monetária, creditícia e programas sociais, foi implementado pelo governo brasileiro, o que mitigou os impactos da crise e impulsionou o crescimento econômico nesse período. É essencial analisar de maneira mais detalhada e aprofundada os impactos da crise e o conjunto de medidas anticíclicas adotado para compreender o desempenho econômico do Brasil nesses anos.

---

3 Ver Minsky (1992) e Minsky (1994).



## Referências

- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. A dinâmica financeira da era neoliberal. In: PALHARES, J. E. (org.) **A Internacional do capital financeiro**. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2014. p. 113-119.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A crise e recuperação da confiança. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012. p. 9-12.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Entendendo a recente crise financeira global. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012a. p. 21-28.
- \_\_\_\_\_. A crise econômica internacional em 2010: uma avaliação no meio do caminho. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012b. p. 49- 52.
- DYMSKI, Gary. Quatro crises do sistema mundial e o futuro do “Novo Brasil”. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012. p. 41-47.
- EICHENGREEN, Barry. *Privilégio Exorbitante*. Rio de Janeiro: Ed. Elsevier, 2011.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). Disponível em: <http://sdw.ecb.europa.eu/>. Acesso em: Fevereiro 2015.
- FARHI, Maryse. Double dip: a recuperação econômica em questão. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012. p. 35- 39.
- FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães; FREITAS, Maria Cristina Penido de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012. p. 53- 59.

FEDERAL RESERVE (FED). **Data base**. Civilian Unemployment Rate. Disponível em: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/UNRATE/downloaddata>. Acesso em: março 2015.

\_\_\_\_\_. **Data base**. Monetary Base. Disponível em: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BOGMBASE>. Acesso em: abril 2015.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. Apresentação. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012a. p. 1-6.

\_\_\_\_\_. A crise das finanças desregulamentadas: o que fazer? In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de. (orgs.) **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Ed. Unesp, 2012b. p. 103-106.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Base de dados**. World Economic Outlook 2014. Disponível em: <http://www.imf.org/external/index.htm>. Acesso em: 26 out. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acessos em: 07 out 2014 ; 10 maio 2015.

Keynes, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013.

LACERDA, Antonio Corrêa de. Os impactos da crise internacional sobre a estrutura produtiva brasileira. In: **Externa e política internacional: relações internacionais em tempos de crise**. Brasília: Fundação Alexandre de Gusmão, 2011. v. 1, p. 27-42.

MINSKY, Hyman P. Financiamento e lucros: a mudança de natureza dos ciclos de negócios da economia americana. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ECONOMIA. **Cadernos ANGE: textos didáticos**. n. 2, p. 7-40, 1992.

\_\_\_\_\_. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 3, n. 32, p. 21-37, 1994.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Crise e deflação de ativos: por quê? In.: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise**. nov. 2008. p.

16-19. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.php>>. Acesso em: 07 out. 2013.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Base de dados**. Disponível em: <<http://stats.oecd.org>>. Acesso em: 23 out. 2014.

RAMOS, André Paiva. **O Brasil diante da crise do *subprime***: uma abordagem pós-keynesiana do conjunto de medidas anticíclicas adotado pelo governo federal brasileiro e o desempenho da economia de 2007 a 2010. 2015. 125 f. Dissertação (Mestrado), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC-SP, São Paulo, 2015.

SICSÚ, João. Para além das políticas de resgate. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA. **Dossiê da crise**. 2008. p. 57-59. Disponível em: <<http://www.akb.org.br/dossies.php>>. Acesso em: 07 out. 2013.