



UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO TRÊS RIOS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E EXATAS – DCEEX

PRESLEY VASCONCELLOS AMARAL

**AS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS NA CRISE FINANCEIRA DE 2008:
uma abordagem sobre as políticas monetária e fiscal no Brasil**

Três Rios

2016

PRESLEY VASCONCELLOS AMARAL

**AS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS NA CRISE FINANCEIRA DE 2008:
uma abordagem sobre as políticas monetária e fiscal no Brasil**

Monografia de conclusão de curso apresentada ao curso de Ciências Econômicas do Instituto de Três Rios da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro como requisito à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Paulo José Saraiva.

Três Rios

2016

PRESLEY VASCONCELLOS AMARAL

**AS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS NA CRISE FINANCEIRA DE 2008:
uma abordagem sobre as políticas monetária e fiscal no Brasil**

Monografia apresentada como pré-requisito para a obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro – Instituto de Três Rios, submetida à aprovação da banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Aprovado em: 21/12/2016.

Prof. Paulo José Saraiva

Prof. Roberto Salvador Santolin

Prof. Israel Sanches Marcellino

Três Rios
2016

V331a

Vasconcellos, Presley, 1992-

As políticas econômicas anticíclicas da crise financeira de 2008 uma abordagem sobre as políticas monetária e fiscal no Brasil / Presley Vasconcellos – Três Rios: UFRRJ, 2016

52f.; 30 cm

Orientador: Prof. Paulo José Saraiva

Monografia do curso de Ciências Econômicas – Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ). Instituto Três Rios, Três Rios, 2016.

1. Políticas Anticíclicas. 2. Crise Financeira. 3. Desenvolvimento Econômico. I. Título

CDD: 330

*Dedico estes escritos a todos aqueles que, de alguma forma, torceram
por minhas conquistas.*

AGRADECIMENTOS

Complicada é a tarefa de dedicar um trabalho de maneira resumida, quando se tem tantas mãos indiretamente contribuintes para a conclusão de uma importante fase, expressada por este que forma um trabalho de conclusão de uma graduação. Acredito que, mesmo clichê, agradecer a figura divina que me trouxe e me sustentou até aqui é de extrema importância ao passo que este me acompanhará em todo a minha jornada.

Não menos importante, agradecer àqueles que me proporcionaram estar aqui escrevendo este agradecimento. Aos meus pais e irmã, agradeço imensamente por todo esforço, cuidado, carinho e paciência que sempre tiveram, principalmente com um rapaz de 18 anos que saía de casa em busca do sonho de formar-se numa universidade federal. Além de todo bem material concedido para que eu pudesse ter uma estadia confortável e digna em Três Rios, todos os valores e ensinamentos ministrados dentro destes 24 anos me fizeram ser uma pessoa melhor que anseia em evoluir sempre de maneira justa, humilde, esforçada e honesta. Pelos longos telefonemas carregados de saudade, as horas em estrada para que pudesse passar um feriado juntos, e a certeza de ter por perto, mesmo que não fisicamente, o amor da família. Minha gratidão é eterna, assim como minha lealdade em deixá-los orgulhosos pelo filho que têm.

Agradeço ao meu orientador Paulo Saraiva, pela paciência, disponibilidade e empenho em organizar minhas ideias bagunçadas e orientar-me com sua competência e generosidade, proporcionando um convívio que multiplicou minha admiração por este docente que exerce sua profissão de uma maneira de destaque – o mundo acadêmico precisa de mais professores como o Paulo Saraiva. Agradeço-o imensamente em aceitar meu convite para me orientar aos 45 segundos do segundo tempo e, mesmo em situações controversas, fazer este trabalho com tanta atenção, dedicação e respeito.

À minha tutora, orientadora, amiga, mãe, protetora, Fabiola Garrido, que me pariu em 2014, trazendo ao mundo um novo Presley, ampliando minha visão, sendo minha fonte de admiração e empenho, minha motivação em tempos difíceis, e tornando minha trajetória mais leve, madura e concreta. Palavras sempre serão poucas para demonstrar o quanto grato sou por sua participação na minha vida, mais escassas ainda para expressar o tamanho do carinho e amor que tenho por você. Conto contigo nesta minha nova fase também, fica o aviso!

Minha amiga Gabriella Pinheiro que esteve comigo em momentos cruciais da minha graduação ofertando todo seu apoio e carinho, com um toque de preocupação e cuidado, formando a receita perfeita para uma amizade sincera e duradoura que se estenderá além das margens da graduação. Fonte de inspiração e de motivação, sempre despertando o melhor de

mim, esteve comigo trocando risos e sorrisos mesmo quando a vontade era de tudo desistir, por isso te chamo de “minha sintonia”. Amo você!

Seguindo a linha família, tenho amigos que tornaram-se irmãos, os quais não conseguiria ter terminada esta caminhada sem a presença destes. Charles Cunha, meu amigo de infância, melhor amigo até hoje, irmão do coração, que esteve sempre presente na minha vida para todas as horas e também sonhando meus sonhos junto comigo, ficando feliz com minhas conquistas e passando por meus obstáculos. Meu eterno agradecimento por toda participação neste longo processo, o qual você foi essencial. À minha Nina, vulgo Sylvia Cavalcanti, que sempre me norteia com seus conselhos incríveis e ouve minhas choradeiras em períodos de crise, fazendo da nossa amizade um alicerce importante na minha vida. Amizade como a sua é rara atualmente, obrigado por me conceder a sua. Agradeço também a Angélica Soares, que sempre desenvolveu um papel brilhante no que diz respeito à ampliar minha admiração por ela. Uma pessoa sempre de bom coração que estendia a mão seja para um abraço ou para levantar uma laje, caso preciso. Sua amizade é preciosa e fico feliz por ter vivenciado momentos ímpares com você.

Ao grupo PET, que me tomou pelos braços em 2014 e me fez uma pessoa diferente dentro da minha universidade, me instigando a ser melhor, a buscar pelo melhor e fazer o melhor. Tenho o costume de falar que foi um divisor de águas na minha vida trabalhar com pessoas tão maravilhosas que me fizeram ter uma visão diferente da academia e enxergar o mundo com um olhar mais leve. Agradeço pela amizade e pelo companheirismo de todos petianos que passaram pela minha vida.

A conquista da formação da graduação é dedicada e carregada de gratidão a todos que torceram e participaram, de forma direta ou indireta, enviando positividade para meu sustento em momentos tão difíceis e importantes da minha vida. Meu mais sincero e profundo obrigado!

“O desenvolvimento, na realidade, diz respeito às metas da vida. Desenvolver para criar um mundo melhor, que responda às aspirações do homem e amplie os horizontes de expectativas. Só há desenvolvimento quando o homem se desenvolve”

Celso Furtado

RESUMO

A crise internacional de 2008 é considerada a maior crise desde a Grande Depressão de 1929 em função da sua intensidade e proporção de contágio com outras economias. Derivada de problemas no setor financeiro com a queda de blocos financeiros nos Estados Unidos, atingia inúmeras economias promovendo desaceleração econômica em larga escala. Contudo, a economia brasileira mostrou certo nível de proteção perante os efeitos da crise em função das medidas praticadas. Desta forma, primeiramente tem-se o intuito de fazer neste trabalho uma revisão da hipótese da fragilidade financeira de Minsky, buscando associar a crise do sistema bancário a fragilidade do sistema financeiro americano. Ademais, tem como objetivo analisar as políticas econômicas implementadas na economia brasileira durante a crise financeira internacional de 2008, que objetivavam minimizar os efeitos recessivos através de medidas consideradas anticíclicas. O trabalho se atenta especialmente para uma análise das implicações da crise de 2008 e a resposta da economia brasileira, fazendo uma abordagem dos principais impactos na balança comercial, nível de emprego e demanda agregada. Por fim, são consideradas as políticas anticíclicas realizadas, com foco nas políticas monetária e fiscal, tendo o intuito de realizar uma consideração sobre a eficácia das medidas adotadas em promover uma sustentação da demanda.

Palavras-chave: crise financeira de 2008, hipótese da fragilidade financeira, políticas anticíclicas.

ABSTRACT

The international crisis of 2008 is considered the greatest crisis since the Great Depression of 1929 due to its intensity and proportion of contagion with other economies. Derived from problems in the financial sector with the fall of financial blocs in the United States, it reached countless economies promoting large-scale economic deceleration. However, the Brazilian economy showed a certain level of protection against the effects of the crisis due to the measures taken. In this way, we first intend to do a review of the hypothesis of Minsky's financial fragility, seeking to associate the crisis of the banking system with the fragility of the American financial system. It aims to analyze the economic policies implemented in the Brazilian economy during the international financial crisis of 2008, which aimed to minimize the recessive effects through measures considered countercyclical. However, the paper focuses on an analysis of the implications of the 2008 crisis and the response of the Brazilian economy, addressing the main impacts on the trade balance, employment level and aggregate demand. Finally, countercyclical policies are considered, with a focus on monetary and fiscal policies, with the aim of considering the effectiveness of the measures taken to promote demand.

Keyword: international crisis of 2008; Hypothesis of financial fragility, countercyclical policies.

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráfico 1 - A evolução da balança comercial brasileira em milhões - 2002-2010	23
Gráfico 2- Evolução da Taxa Selic ao ano no período de 2002 a 2010	26
Gráfico 3 - Operações de crédito e arrendamento mercantil líquido de provisões: bancos federais em % do PIB – 2002-2010.....	28
Gráfico 4 - Gasto com seguridade social no Brasil por função - 2003-2010	32
Tabela 1- Variação percentual do Produto Real (2001-2009).....	18
Tabela 2- Operações de crédito e arrendamento mercantil líquido de provisões: bancos federais em % do PIB.....	27

SUMÁRIO

1. Introdução.....	1
2. As crises financeiras sob uma ótica minskiana	5
2.1. O ciclo econômico minskiano: a hipótese da fragilidade financeira	5
2.2. O processo de intervenção nos ciclos econômicos	9
3. A crise financeira internacional de 2008	11
3.1. A crise imobiliária: um colapso no sistema financeiro	11
3.2. Crises financeiras e seus impactos em economias subdesenvolvidas	14
4. A crise internacional e a resposta brasileira	20
4.1. A crise financeira e seus efeitos na economia brasileira	20
4.2. Políticas implementadas	24
4.2.1. Política monetária.....	24
4.2.2. Política fiscal.....	30
5. Considerações finais.....	35
Referências	37

1. INTRODUÇÃO

Considerada como uma das maiores e mais intensas crises econômicas da primeira década dos anos 2000, a crise financeira de 2008 tem sido material de debates que objetivam alocar causalidades e respectivos efeitos sobre a economia internacional. Iniciada em 2007 com o colapso da economia norte americana, a recessão viria a tomar proporções globais com a quebra de um bloco financeiro em meados de 2008, fato este que concebeu uma recessão que levaria a uma série de problemas econômicos para países desenvolvidos e subdesenvolvidos, retraindo economias que encontravam-se interligadas por intermédio da globalização. Desta forma, depara-se com a problemática de um efeito contágio da crise financeira sobre economias emergentes e subdesenvolvidas.

Neste trabalho, a discussão se orienta de acordo com a teoria minskyana, que define que a crise internacional pode ser explicada pela hipótese da fragilidade financeira, onde o comportamento dos tomadores de crédito influencia o ciclo econômico desencadeando recessões econômicas. Portanto, Minsky indica que o processo de inadimplência provoca uma corrida por liquidez reduzindo a quantidade de crédito disponível no mercado que, por sua vez, acarreta uma redução do nível de investimento. Por conseguinte, há uma redução da atividade econômica, seguida de contração do produto e do emprego. Portanto, a teoria minskyana aponta o risco do crédito como um fator determinante na formação de ciclos econômicos em razão da constante tomada de empréstimo por parte das firmas (PAULA; JUNIOR, 2003).

A crise financeira internacional de 2008 foi uma crise que começou no mercado imobiliário norte americano com a criação de produtos bancários como securitização de hipotecas de alto risco de crédito formando uma bolha especulativa. Dado crédito ofertado desenfreadamente, surgia uma onda de inadimplência prejudicando os detentores dos ativos, trazendo com isso detrimento no sistema financeiro, assim como preconiza a teoria minskyana. Em setembro de 2008, dois principais bancos de investimento, Lehman Brothers e Merrill Lynch, mostravam-se em situação crítica ao entrar em prejuízos repassando para inúmeras instituições financeiras todo o caos gerado no sistema bancário americano, inclusive tomando proporções internacionais (FARHI; CINTRA, 2009).

Como ponto fundamental do debate deste trabalho, a crise de 2008 chega ao Brasil com maior intensidade no final do terceiro trimestre deste mesmo ano através do fluxo financeiro e comercial. O impacto na economia brasileira é dado principalmente através de um empocamento da liquidez no sistema bancário nacional por conta de crises de expectativa, levando a uma redução da linha de crédito para exportação, reduzindo financiamento aos

investimentos produtivos e também para aquisição de bens de consumo duráveis (ARAÚJO; PIRES, 2010).

Tão logo a crise atinge o sistema financeiro mundial, aproxima-se do sistema produtivo formando um quadro onde a economia passa por problemas estruturais no final de 2008, trazendo questionamentos sobre o rumo da política econômica nos países emergentes e suas principais medidas. Dessa forma, o trabalho tem por intuito principal verificar as políticas anticíclicas aplicadas no período, avaliando sua eficácia em proteger a economia brasileira dos efeitos negativos da crise financeira internacional, formando um debate a respeito das medidas realizadas com a intenção de agregar uma revisão das políticas e seus efeitos estruturais na economia brasileira. Ademais, objetiva-se encontrar um diagnóstico de recuperação da fragilidade financeira no sistema brasileiro após as políticas anticíclicas adotadas.

Entende-se por políticas anticíclicas aquelas que baseiam suas medidas econômicas visando combater um ciclo econômico, formando um revestimento da economia capaz de resguardar o nível de produto e emprego. As políticas anticíclicas visam uma melhoria na qualidade de vida dos agentes de modo que não ocorra um impacto traumático no bom funcionamento da economia. Tendo em vista a influência intervencionista e a hipótese da fragilidade financeira, serão analisadas neste trabalho, as políticas monetária e fiscal que objetivaram manter o sistema econômico livre dos efeitos da crise internacional de 2008, observando as políticas anticíclicas adotadas e conferir seu respectivo resultado sobre a estrutura brasileira (ARAÚJO; PIRES, 2010).

No caso brasileiro, a política fiscal teve influente desempenho durante o período da recessão de 2008, atuando com expansão de gastos públicos e redução de impostos estratégicos. O governo buscava políticas visando melhorias no nível de consumo, característica marcante nas políticas distributivas do período, promovendo uma maior distribuição de renda impactando positivamente a demanda agregada.

As políticas macroeconômicas implementadas no Brasil, após a eclosão da crise financeira internacional, buscavam garantir a plenitude econômica e manter a proteção ao tripé da economia composto por i) cumprimento do regime de metas de inflação, ii) regime de câmbio flutuante e iii) a meta de superávit primário. Com medidas anticíclicas, atuou-se sobre a taxa Selic, permanecendo manipulada pelo Banco Central na trajetória de manter um regime de metas de inflação, reduzindo a taxa atrelando ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), de modo a resguardar o nível da demanda agregada (BARBOSA-FILHO; SOUZA, 2010).

No que concerne à política cambial, mantivera um regime de câmbio sob flutuação suja, isto é, com intervenções do Banco central tendo em vista os efeitos externos. Desta forma, ocorre uma valorização devido ao nível das taxas de juros que possuíam movimento pendulares entre 2007 e 2010, o que atrai um significativo fluxo de capitais nos períodos de pico da taxa. A política fiscal, por sua vez, baseou-se no somatório de redução de arrecadação com investimentos públicos e com gastos em políticas sociais, o que mesmo com valores abaixo do esperado, mantivera o superávit primário (ARAÚJO; PIRES, 2010).

Analisando o contexto fiscal internacional, mesmo com a indecisão a respeito do debate teórico sobre a política fiscal em meio à crise, os governos aumentaram seus gastos significativamente em apoio à iniciativa privada perante a crise emergente. Segundo Lopreato, “o resultado foi a rápida expansão da relação dívida/PIB no âmbito dos países da OECD. ” (LOPREATO, p. 7, 2014).

As políticas creditícias do período firmaram um ambiente de concessão de empréstimos que objetivava uma sustentação da demanda através do consumo, que era impulsionado pela elevação do crédito por instituições como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil (BB), que juntas puderam elevar o nível de consumo e investimento. O BNDES era acionado para crédito direcionado para infraestrutura e indústria, enquanto que a CEF e o BB concediam crédito imobiliário e crédito rural, respectivamente (ALMEIDA, 2010; FERRAZ, 2010).

De acordo com Bacha (2009), as políticas do período foram voltadas para uma proteção às classes mais frágeis realizando gastos fiscais com projetos sociais, valorização do salário mínimo e medidas fiscais que impulsionavam o crescimento do consumo, assegurando a demanda agregada. Mediante debates favoráveis e contrários, as políticas anticíclicas recebem críticas sobre a ruptura deste tripé e da dificuldade em garantir o crescimento econômico no pós-crise. O tripé pode ser considerado como flexível perante a crise em função dos manejos anticíclicos, que sem perder seus intuitos e características principais, sustentam a macroeconomia brasileira, tanto no período da crise quanto no período após a recessão (ARAÚJO; PIRES, 2010).

Além desta introdução, no primeiro capítulo deste trabalho será analisada a hipótese da fragilidade financeira abordada por Minsky, dando explicação ao fenômeno das crises financeiras assim como uma perspectiva dos ciclos econômicos em países emergentes. No segundo capítulo, serão abordados os caminhos da crise financeira nos Estados Unidos, e o

papel do sistema financeiro dentro da recessão de 2007-2008. Por fim, o terceiro capítulo é composto pelos efeitos da crise financeira e pela resposta brasileira à recessão, explicitando as políticas econômicas implementadas e avaliando a sua eficácia de acordo com as especificidades locais e seus reflexos sobre o desenvolvimento econômico e social do país. A análise é norteadada pelos impactos da crise econômica norte americana, atenuando a discussão das crises financeiras e suas implicações sobre economias periféricas, especificamente a economia brasileira.

2. AS CRISES FINANCEIRAS SOB UMA ÓTICA MINSKIANA

2.1. O ciclo econômico minskiano: a hipótese da fragilidade financeira

Segundo a hipótese de fragilidade financeira formulada por Minsky (1982;1986), os agentes econômicos ao optarem por investir recorrem a financiamentos junto ao setor bancário a fim de concretizar seus investimentos. Tendo em vista a tomada de empréstimos, desencadeiam-se os ciclos econômicos em uma determinada economia influenciados pelas posturas propensas ao risco dos agentes, posturas estas que são classificadas em hedge, Ponzi e especulativa. Logo, o financiamento gera um efeito expansionista na atividade econômica, assim como um aumento da fragilidade financeira na economia. Em outras palavras, a economia depara-se com um *trade off*¹ entre manter seu nível de crescimento sustentado e conservar-se protegida de ciclos econômicos (DEOS, 1997; PAULA; JUNIOR, 2003).

Em um ciclo econômico minskyano, a fragilidade financeira está ligada ao risco em que os agentes estão expostos durante as fases naturais de uma economia monetária de produção. Portanto, a teoria minskyana trata que o ciclo é caracterizado pela percepção do risco e a fragilidade econômica, em que estas apresentam uma relação inversa. Dessa forma, este fenômeno é explicado tendo em vista que, ao longo de uma trajetória de desaceleração econômica, os agentes envolvidos no sistema bancário tendem a diminuir o seu respectivo estado de confiança elevando a aversão ao risco. Ademais, suas escolhas não estão relacionadas unicamente às suas posturas em relação ao risco, mas também levando em consideração outros fatores como a taxa de BNDES, nível da demanda agregada e a margem de segurança² (PAULA; JUNIOR, 2003).

Pela ótica pós keynesiana³, o estado de confiança da economia impacta na redução da margem de risco dos agentes elevando seus níveis de confiança que são induzidos pela expansão da atividade econômica. Os bancos trabalhariam alavancados elevando o volume de

¹ O estado de trade off é uma decisão onde há conflitos de escolha em que é preciso abrir mão de uma opção em razão de outra, sem que ambas coexistam.

² A margem de segurança é a diferença entre a quantidade real vendida e a quantidade vendida no ponto de equilíbrio, determinando a margem em que o nível de vendas da empresa não estaria operando em prejuízo. As margens de segurança fornecem proteção ao futuro incerto constituindo um volume de vendas que supere o ponto de equilíbrio previamente estabelecido, isto é, é a garantia que envolve o montante que a empresa poderia perder em suas receitas sem operar em prejuízo, e estar recebendo um nível de retorno satisfatório. As firmas tendem a manter uma parte de seus ativos líquidos além do que necessitam para operar e formam uma margem realista entre compromissos e ativos financeiros. As margens de segurança possuem a característica de serem relacionadas ao efeito das expectativas sobre a incerteza, quanto menores as margens de segurança menor é a aceitação de choques, tornando a economia mais suscetível a fortes recessões. As margens de segurança são definidas para o fluxo de caixa, para o valor de capital da firma e para o balanço patrimonial. (PAULA; JUNIOR, 2003).

³ Hyman Philip Minsky foi fundador do pensamento pós keynesiano, que tornou-se referência nos estudos sobre crise financeira e ciclos econômicos, principalmente após a eclosão da crise financeira de 2007-08.

empréstimos concedidos, concomitantemente a uma redução do risco percebido decorrente do período em que seus clientes estariam gerando uma quantidade maior de lucros e amortizando suas dívidas. Desta forma, o volume de crédito ofertado pelo sistema bancário tenderia a ser alterado em função de variações na demanda agregada (PAULA; JUNIOR, 2003).

Dado crescimento da economia, os agentes desenvolvem uma postura confiável no sistema bancário ao verem os empréstimos serem amortizados. Portanto, é elevada a propensão a tomar empréstimos alterando o perfil do agente econômico que passa a tomar um volume maior de crédito. Logo, a pressão de custos de investimento, decorrente das taxas de juros mais elevadas, alteraria o movimento financeiro desecandeando uma crise financeira por conta de uma deflação do preço dos ativos. Para os adeptos da hipótese da fragilidade financeira, as firmas se mantêm em constante endividamento objetivando uma trajetória de investimento e crescimento sustentado. Sendo assim, através da ação especulativa dos agentes, a fragilidade financeira é explicada pelo processo de endividamento das firmas e sua capacidade de percepção de riscos (DEOS, 1997).

Para Lourenço (2006), o ciclo abordado por Minsky deve ser compreendido como uma sequência de transições:

Uma leitura mais proveitosa do conceito de ciclo em Minsky deve explorá-lo como uma sucessão de estados transitórios – boom, crise, deflação, estagnação, expansão, recuperação –, cada um dos quais caracterizado pelo formato e a posição das várias funções do modelo. A ênfase se coloca então na transição, sucessão e recorrência desses estados, e não na sua regularidade temporal e/ou simetria, até porque propõe-se explicitamente a assimetria: a fase de recuperação tende a ser caracteristicamente mais lenta do que a de irrupção da crise (Lourenço, 2006, p. 468).

Com um melhor desempenho da economia e melhores taxas de lucros, os agentes passam a reformular suas expectativas através da utilização de históricos atualizados com o novo quadro econômico. Logo, há maior disposição para investir que, por sua vez, eleva a demanda por financiamentos tomados pelas das firmas. Com a queda do índice de inadimplência, a alta na demanda por financiamento tornaria mais atrativo para os bancos conceder crédito que, por sua vez, passam a disponibilizar uma quantidade maior de empréstimos em face ao novo contexto macroeconômico ascendente (PAULA; JUNIOR, 2003).

Todavia, ao conferir que os lucros esperados estão em conformidade com os lucros efetivos, o risco passado torna-se obsoleto dando abertura para o planejamento de novos investimentos. Em caso de previsão de redução do risco, as empresas tendem a aumentar seus

investimentos recorrendo aos bancos em busca de mais financiamento, o que estreita as relações entre estes (PAULA; JUNIOR, 2003).

Para Paula e Junior (2003), a teoria minskyana afirma que a eficácia da política monetária em conter a demanda agregada sem gerar instabilidade também depende da fragilidade financeira da economia como um todo e das respectivas posturas adotadas pelos agentes econômicos. As unidades hedge caracterizam-se pelas posturas mais seguras, com margens de segurança suficientes para gerar lucratividade acima das despesas assim como capazes de realizar pagamento de amortizações e juros. Os especulativos mantêm uma margem menor que o hedge levando em consideração que não haja interferência dos custos financeiros de modo a impactar seus investimentos de forma negativa. As unidades Ponzi são consideradas um caso extremo dos agentes especulativos, em que suas receitas não são suficientes para ao menos sustentar o valor dos juros, tendo a necessidade de elevar seu montante contratado em empréstimos adicionais a fim de honrar os compromissos tomados inicialmente. Logo, o montante de suas dívidas tende a crescer mesmo que as taxas de juros não cresçam, levando as firmas a tomar constantemente novos empréstimos para que mantenham suas atividades e evitar falência.

Dentro de uma economia predominantemente formada por agentes hedge, uma elevação dos juros afeta a economia através da redução de investimentos, contraindo a demanda agregada. Em caso de predominância de agentes especulativos ou Ponzi, isto é, com maior fragilidade financeira, o aumento dos juros traria um aumento dos seus compromissos financeiros, atrapalhando o pagamento de dívidas acarretando uma crise no sistema bancário. A teoria minskyana assume que a mudança nas posturas financeiras é um movimento inevitável dentro da economia, justificada pelos diferentes tipos de agentes que a compõe assim como suas respectivas escolhas por investir (BAHRY; GABRIEL, 2008; PAULA; JUNIOR, 2003).

A decisão de investimento se dá em função dos preços de demanda e preço de oferta de bens de capital, incorporando os efeitos do financiamento sobre eles. Logo, o que determina o nível de investimento e financiamento na economia capitalista é a expectativa sobre os lucros, e desta forma, as variações na taxa de lucro esperada podem afetar o nível de investimento (DEOS, 1997).

De acordo com o pensamento pós-keynesiano, a moeda tem papel decisivo no funcionamento de uma economia, ao passo que o sistema monetário influencia nas decisões dos

agentes assim como possui implicações sobre a fragilidade financeira de um país. Nas palavras de Paula e Junior,

a fragilidade financeira não é necessariamente (ou unicamente) um resultado de alterações nas estratégias dos bancos, que se tornariam pretensamente mais “ousados” ou “amantes do risco” durante a fase expansiva, mas a consequência de uma redução no risco percebido pelos mesmos (PAULA; JUNIOR, 2003, p.5).

A decisão de investir ocorre também com base em cálculos que possibilitam a formação de hipóteses sobre os comportamentos futuros dos agentes. Contudo, mesmo com previsões acerca do futuro, o estado de confiança é frágil ao ponto de empresários atuarem envolvendo suas escolhas com um estado de confiança subjetivo, induzido pela percepção de incerteza e com base em históricos traçando uma trajetória de movimentos supostamente repetitivos.

Outro fator importante na decisão de financiamento por parte dos bancos, como apontado por Paula e Junior (2003), é que a média de opinião do mercado, torna-se um elemento relevante para a instituição definir suas estruturas do sistema bancário e disponibilidades de crédito, garantindo market-share e sua boa reputação. Desta forma, pouca disponibilidade a assumir riscos maiores não explicam integralmente o comportamento da oferta de crédito bancário em momentos de expansão, dando a média do comportamento bancário um papel fundamental na alocação dos recursos creditícios.

Portanto, a visão minskyana defende que a forma como os agentes escolhem seu portfólio de investimento a fins de aquisição de bens de capital denota o formato, duração e comportamento dos ciclos econômicos numa determinada economia assim como sua respectiva capacidade de recuperação de crises financeiras (DEOS, 1997).

De acordo com a teoria minskyana, a economia estaria suscetível aos movimentos das expectativas dos bancos e empresários no que diz respeito aos resultados das lucratividades esperadas. A ampliação da inadimplência promove um declínio na demanda agregada através da redução dos investimentos em decorrente da queda de oferta de crédito. Portanto, uma economia com um passado recessivo possuirá um histórico de desaceleração econômica assim como ondas de inadimplências, desencorajando posteriores empréstimos e desencadeando uma crise financeira. De forma análoga, uma redução dos investimentos, derivado de uma cautela exacerbada por parte dos empresários, também pode gerar uma recessão econômica ao passo que reduz o nível de investimento da economia impactando variáveis reais (BAHRY; GABRIEL, 2008; PAULA; JUNIOR, 2003).

Em suma, sob contexto recessivo, as expectativas dos agentes são deterioradas pela inadimplência, por conseguinte, caem os investimentos e a reputação dos empresários inadimplentes. As margens de segurança das firmas são reduzidas por conta da queda do fluxo de renda e/ou pela elevação na taxa de juros, que elevam o montante da dívida contraída. Tendo em vista que o risco crescente é incorporado ao prêmio de risco, os tomadores de empréstimos são selecionados através das taxas de juros cobradas pelas instituições bancárias.

2.2. O processo de intervenção nos ciclos econômicos

O desaquecimento da economia impacta o sistema financeiro elevando a relação dívida e capital próprio das firmas, o que pode ocasionar uma elevação do nível de inadimplência deixando a economia mais frágil e suscetível a uma recessão. Sendo assim, é possível que haja uma queda no nível de preços dos ativos de capital, levando à uma redução do nível de investimentos, o que intensifica ainda mais o processo recessivo ao gerar dificuldades em saldar as dívidas contraídas. Não obstante, a ação intervencionista de um *big bank* ou de um *big government*⁴ pode alterar o quadro da economia a fim de regular o sistema financeiro objetivando um controle sobre os efeitos recessivos (DEOS, 1997).

Nesta situação, a presença de um *big bank* qualificado para suprir o nível de liquidez requerido é essencial para que os efeitos negativos não sejam extremos sobre a economia, impedindo uma deflação dos preços dos ativos. Um *big bank* é caracterizado por ser um banco central intervencionista atuando como prestador de última instância, assumindo o papel de concessão de liquidez aos bancos que, por sua vez, poderão ofertar crédito às empresas evitando assim falências no sistema produtivo. Desta forma, o Banco Central deve possuir liquidez necessária para atender as necessidades de fluxo de caixa assim como deve possuir uma boa reputação de modo que os agentes econômicos possam confiar em sua atuação.

A teoria minskyana também afirma que, para conter crises financeiras, há necessidade de manter um regulador que impeça que predominem posturas financeiras especulativas e Ponzi, tendo em vista que essas unidades possuem uma demanda virtualmente inelástica por recursos. Minsky assume que o papel do gasto governamental anticíclico e seu respectivo efeito na demanda agregada, podem conter a disposição à deflação de dívidas do período recessivo. Em falta de uma intervenção de um *big government* regulador, um movimento cíclico pode gerar uma onda de desconfiança, causando caos e ruptura do sistema de pagamentos seguindo

⁴ Os termos *big bank* (grande banco) e *big government* (grande governo) foram utilizados por Kregel (1998).

de corridas bancárias que deterioram a liquidez. A principal ação do sistema bancário é aumentar sua preferência por liquidez ajustando suas disponibilidades de crédito para manter seu nível de ativos (DEOS, 1997).

Sendo assim, uma crise pode ter sua trajetória redirecionada ao inserir-se uma figura intervencionista do *big government* a fim de promover um pacote anticíclico por intermédio de refinanciamento das empresas ou através de manter os lucros por meio de déficit fiscal. O banco central (ou *big bank*), diferentemente do governo, deve agir antes da crise estourar. Contudo, Bahry e Gabriel (2008) discutem que a teoria minskyana aponta que as ações de ambas instituições dirigem a economia para uma inflação, inviabilizando o pagamento dos dividendos das firmas.

Aponta Wolfson (2002) que, as operações induzidas por um banco central não são suficientes para evitar surgimento de deflações de dívidas e crises financeiras. Logo, é necessário que os formadores de políticas econômicas formulem a criação das inovações financeiras para que suas funções sejam desempenhadas em conjunto com o banco central, restringindo a dinâmica do mercado financeiro para que não haja financiamento de forma inflacionária e recessiva.

A crise financeira é entendida pelo cessar do fluxo de financiamento em decorrência da desconfiança dos emprestadores com a possível inadimplência dos agentes tomadores de empréstimos. Contudo, na visão de Lourenço (2006), o ciclo econômico sob a ótica da teoria minskiana não considera a inexistência de choques exógenos e seus efeitos sobre a erupção de uma crise. Todavia, os choques não são requeridos para explicar as flutuações, isto é, a recessão pode ser formada por políticas econômicas mal formuladas. Contudo, o mesmo autor afirma que é preciso que haja previamente um sistema financeiro frágil para que a crise se dissipe.

Sendo assim, em momentos de prosperidade econômica, os bancos centrais possuem capacidade de potencializar o processo de acumulação de capital, oferecendo crédito para novas projeções e, por outro lado, em tempos de recessão, os bancos impossibilitam o cumprimento das obrigações por parte dos empresários, ao contrair sua oferta de crédito, atenuando a crise. O que ocorre afinal, ao passar estes processos financeiros, é que há um novo quadro macroeconômico caracterizado por uma certa fragilidade no sistema financeiro. Isto ocorre em virtude de uma postura agressiva executada por banqueiros e empresários que diminuem a margem de segurança, desencadeando uma deterioração do sistema como um todo (PAULA; JUNIOR, 2003).

3. A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008

3.1. A crise imobiliária: um colapso no sistema financeiro

Nos primeiros anos do século XXI, percebe-se variações nos formatos de inserção financeira internacional e nos regimes de política macroeconômicas aplicadas, se comparados aos movimentos dos anos anteriores. Ao final dos anos 1990, a economia mundial se deparava com as crises da Ásia e da Rússia que impulsionaram o aparecimento de mudanças mais significativas no contexto financeiro, espelhadas nas experiências de crises passadas. Uma outra característica inovadora marcante no período foi a acumulação de reservas externas por parte das economias emergentes, assim como a adoção de regimes cambiais flexíveis, sendo administrados pelas autoridades monetárias a fim de controlar a volatilidade da taxa de câmbio (FRENKEL, 2012).

No início da década de 2000, as políticas econômicas eram direcionadas por regimes de metas de inflação⁵ que, por sua vez, tornavam as economias capazes de domesticar os seus ciclos econômicos enquanto vivenciavam tentativas de estabilização de níveis de preços. Países industrializados, como os Estados Unidos por exemplo, adotaram o regime e tiveram redução da variabilidade do nível de produto e inflação: a volatilidade do produto reduziu cerca de 50% e, de forma similar reduzia a variabilidade da inflação apresentando maior estabilidade de níveis de preços na economia (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2016).

Em 2007, o sistema financeiro americano encontrava-se em um estado de fragilidade por conta de incentivos que promoviam um aumento do crédito de alto risco, os chamados empréstimos de linha *subprime*⁶ destinados majoritariamente para fins imobiliários. Os agentes emprestadores ligados ao mercado imobiliário possuíam horizontes curtos e não se atentavam a possibilidade de um aumento no índice de inadimplência ao final do prazo estabelecido. O crédito *subprime* formava uma bolha imobiliária que viria a estourar perante uma massa de inadimplência, contextualizando um quadro de desregulamentação do mercado financeiro, atingindo todo o sistema bancário norte americano (MATTOSO, 2010).

Outro fator que evidenciava a fragilidade financeira tangia sobre a atuação dos bancos de Wall Street que permaneciam em constante ascensão no mercado financeiro com uma taxa

⁵As políticas monetárias agem na manipulação das taxas de juros de curto prazo formando uma comunicação com o público definindo instrumentos operacionais e convencionais de atuação. Estes instrumentos são alterados a fim de modificar metas como taxa de juros de longo prazo e expectativas de inflação, em busca de uma influência sobre a demanda de curto prazo e, prioritariamente, uma estabilidade no nível de preços.

⁶ Os créditos *subprime* são empréstimos de maior risco, ou seja, de empréstimos de “segunda linha”, destinado a pessoas com histórico de crédito ruim. No contexto de 2007-08, a linhagem *subprime* oferecia os seus imóveis como garantia de pagamento.

de alavancagem de 30 para 1⁷. Desta maneira, pequenas perdas eliminavam seus estoques de capitais fazendo com que os mercados de títulos ficassem relutantes em conceder empréstimos a estas instituições. De forma complementar, segundo Palley,

Os bancos haviam se financiado com títulos de curto prazo e investido no longo prazo, em títulos lastreados em hipotecas (*mortgage backed securities*); quando o mercado de títulos de curto prazo “secou”, os bancos se viram incapazes de rolar seus débitos de curto prazo, tornando-se insolventes (Palley, 2012, p.22).

A segunda fase da crise financeira internacional consiste na fuga dos mercados de títulos decorrente da quebra do banco de investimentos norte americano Lehman Brothers, onde os empréstimos entre as instituições financeiras tornavam-se inviáveis em resposta aos problemas de solvência. Este movimento fez com que bancos optassem por realizar *defaults*⁸, comprometendo sua reputação e possíveis novos empréstimos, deixando o mercado de títulos por direção do FED⁹ que atuaria como emprestador de última instância a fim de proteger o sistema financeiro (PALLEY, 2012).

A crise financeira iniciada em 2007, agravada em 2008, estendeu-se até junho de 2009, apresentando rupturas no sistema financeiro americano formando uma crise sistêmica atingindo a economia mundial através do efeito contágio. Entre 2007 e 2014, a economia norte americana crescia 1,2% a.a., enquanto que a inflação média evoluía cerca de 1,7% a.a. Quanto ao mercado de trabalho, levando em consideração um sistema financeiro em ruptura, os investimentos por parte das firmas encontram-se afetados observando assim uma expressiva deterioração do nível de emprego, saindo de uma taxa de desemprego de 5% em 2006 para aproximadamente 10% em 2009, e apenas no ano de 2014 retomando a níveis mais baixos, observando uma taxa de 6,2% (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2016).

Mediante a crise financeira de 2008, as políticas adotadas pelo FED contavam com instrumentos convencionais, ao optar por reduzir taxa de juros de curto prazo via operações de *open market*¹⁰ e concedendo ao sistema bancário a liquidez necessária para uma fluidez do

⁷O índice de alavancagem informa ao analista o estado da instituição a respeito do seu endividamento, solvência, juros, imobilização de capitais e outros fatores financeiros, provendo ciência da capacidade da empresa para utilizar os serviços financeiros e maximizar seu retorno.

⁸Uma situação de *default* é o descumprimento do contrato realizado entre instituição credora e devedor, seja ele para alteração unilateral de alguma cláusula contratual que altere as condições da dívida quanto para inclinação à falta de pagamento (calote).

⁹ Informalmente conhecido por FED, a instituição chama-se Sistema de Reserva Federal (em inglês, *Federal Reserve System*), equivalente ao Banco Central do Brasil, em critérios de atuação.

¹⁰É ação conhecida como mercado aberto onde um banco central interage com bancos comerciais comprando e vendendo títulos da dívida pública através de leilões com os *dealers* (bancos mais relevantes). Com esta operação, os bancos centrais intervêm nas taxas de juros de curto prazo, na orientação da política monetária e no quadro de liquidez da economia.

sistema financeiro. De acordo com Saraiva, Paula e Modenesi (2016), a primeira fase das operações de *open market* realizados pelo FED reduziu de 5,25% a.a. para 2% a.a. o montante do *federal funds rate*. Concomitante, os instrumentos de redesconto ampliado ofertavam moeda e emprestavam títulos do Tesouro a fim de promover maior liquidez no sistema financeiro.

Após a queda do Lehman Brothers, formando a segunda fase da crise financeira americana, a economia norte americana sofria desaceleração brusca que levariam os agentes econômicos a um contexto de forte recessão. A segunda fase da crise financeira representava os problemas operacionais da condução da política monetária do novo consenso macroeconômico em relação aos instrumentos tradicionais. O que diferenciava a nova política com as já realizadas outrora foi o direcionamento de sua atuação para agentes específicos como títulos de agências, instituições corporativas e bancos de investimento, assim também como instituições não depositárias (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2016).

Quanto às operações de *open market*, foram realizadas por parte do FED compras de dívida de agências, títulos de agência (MBS), títulos do Tesouro, e conforme os problemas financeiros iam sendo solucionados, as políticas iam retomando a seu patamar comum, em fins de 2009. Entretanto, não tiveram redução dos estímulos, tendo em vista a compensação das políticas de quase débito, em busca de reversão de estagnação e desaceleração econômica. Por conta das medidas tomadas, o balancete do FED pulava de US\$ 950 bilhões em agosto de 2008 para US\$ 2,3 trilhões em dezembro de 2008 e para US\$ 4 trilhões em dezembro de 2013 (SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2016).

Para recuperação do crescimento e do nível de emprego, fora preciso não apenas a atuação livre do mercado sendo necessária a inserção de políticas monetárias de juros, abrangendo políticas creditícias e de quase débito. Contudo, as políticas monetárias não convencionais americanas fizeram-se necessárias ao passo que o principal instrumento de atuação (taxa de juros) se tornava ineficaz, ao observar taxas de curto prazo próxima de zero no último trimestre de 2008. Desta forma, a partir da crise financeira, a forte expansão do balanço do FED formava o principal instrumento de política monetária americana através de empréstimos de liquidez e aquisição de títulos do Tesouro e de agências semipúblicas, e, concomitantemente, através de substituição de títulos do Tesouro de longo prazo por títulos de curto prazo.

A crise econômica possibilitou uma percepção de determinadas deficiências estruturais do sistema financeiro americano, sendo consequência da falha no comércio exterior e de um déficit fiscal dos Estados Unidos. Devido aos desequilíbrios das transações correntes,

a dolarização global tomava aceleração contínua e os investimentos permaneciam sendo realizado sem ativos financeiros de alto retorno – como no caso do mercado imobiliário (CARVALHO, 2010).

Uma economia, ao auferir superávits em conta corrente, acumular reservas estrangeiras e manter-se dentro da meta inflacionária, encontra-se num estado possível de observar um quadro favorável para seu bom funcionamento, onde há uma maior heterogeneidade dos ativos, reduzindo os riscos e o comportamento de manada dos agentes. Quando o regime de câmbio é administrado, a autoridade monetária tem autonomia para intervir no mercado de câmbio a fim de prevenir a valorização, o que gera acumulação de reservas – em casos de pressão de venda no mercado (FRENKEL, 2012).

Ter reservas diminui a possibilidade de inadimplência das dívidas públicas e privada por conta da insuficiente liquidez internacional em dado regime cambial. Dessa forma, quando junta-se um câmbio controlado a uma quantidade considerável de reservas, há uma iminência de redução dos riscos. Portanto, quando há uma recessão no setor externo, tendo em vista que o câmbio flexível leva à uma depreciação cambial, forma-se um ajuste da economia aos moldes externos. Sendo assim, a disponibilidade de reservas faz com que haja vendas que controlem a oscilação da moeda e das bolhas no mercado de câmbio. Possuir reservas limita o efeito negativo sobre o balanço dos bancos e empresas, principalmente em um ambiente de dolarização. Os bancos ficam mais fortes para operar no mercado de câmbio sem precisar de grandes intervenções externas (FRENKEL, 2012).

3.2. Crises financeiras e seus impactos em economias subdesenvolvidas

A crise financeira de 2007-08 insere a teoria minskyana como arcabouço teórico fundamental na sua explicação, sendo válido ressaltar que a teoria obteve maior credibilidade no arcabouço teórico econômico após diagnosticar, previamente com a teoria da fragilidade financeira, os processos que levaram à crise nos EUA, especificando seus rumos e causalidades (FRENKEL, 2012).

Como já tratado em capítulos anteriores, a teoria minskyana defende que as crises financeiras são precedidas por uma expansão econômica e financeira, seguida de uma elevação no otimismo e na confiança dos agentes, formando uma economia eufórica que disponibiliza novas linhas de créditos. Estes efeitos levam à uma redução da percepção do risco, fazendo com que os poupadores assumam um maior risco nas suas atividades econômicas contratando crédito. Durante este processo, há uma série tendência à inflação de bolhas de preços de ativos

e, no instante em que há uma iminência de recessão, os agentes começam a reavaliar as suas condições e interpretar o contexto econômico acionando a atual situação de risco preferindo por liquidez. Dessa forma, as bolhas desincham e há perdas de riquezas, pessimismo e contração da atividade econômica. Constata-se, então, que um ponto de inflexão leva à uma crise sistêmica ocasionando uma projeção global da mesma (BAHRY; GABRIEL, 2008; FRENKEL, 2012).

Em suma, a visão minskyana sobre as crises financeiras é semelhante para os países desenvolvidos e os países emergentes. Ambas começam com um *boom*, que eleva a atividade financeira, diminuindo a aversão ao risco, onde a alavancagem depende da disponibilidade das instituições financeiras em conceder empréstimos e dos acionistas em assegurar ações alavancadas. Contudo, observa-se que a diferença principal está no formato inicial do *boom*, e concomitantemente, nas características particulares sobre o trajeto do processo geral e medidas tomadas, sendo diferenciadas de país para país segundo suas especificidades. Portanto, é preciso levar em conta ao optar por políticas econômicas, sobretudo, as condições peculiares de cada economia, ao considerar aplicar políticas anticíclicas de curto prazo, observando o caráter contracionista de uma retração fiscal ou de um aumento da taxa de juros, por exemplo (LOPREATO, 2014; FRENKEL, 2012).

Nos países emergentes, as bolhas e inovações financeiras são exogenamente promovidas por três fatores, a saber: a) abertura da conta capital; b) regras macroeconômicas que proporcionam rentabilidade na arbitragem entre ativo doméstico e externo; e c) regulação frouxa do sistema financeiro local. Nestas economias subdesenvolvidas, a conjunção de algumas políticas macroeconômicas, reformas na liberalização na conta de capital e na regulação financeira completam o quadro da teoria minskyana, juntamente com o fato dos fluxos de capitais terem papel essencial tanto na fase expansiva quanto recessiva do processo econômico (FRENKEL, 2012).

Outros pontos são apresentados por Frenkel, afirmando que as economias deveriam:

- 1) adotar regimes de taxa de câmbio que oferecem flexibilidade para os gestores da política e que previnem especulações; 2) adotar medidas voltadas para a regulação dos fluxos de capitais; 3) implementar políticas que assegurem a robustez das contas externas, incluindo a acumulação de reservas internacionais e a preservação de taxas reais de câmbio competitivas (não apreciadas) (FRENKEL, 2012, p.10).

Segundo Deos (1997), em uma análise da teoria de Minsky, as inovações financeiras concedem a possibilidade da base monetária de possuir uma maior quantidade de gastos, característica esta de economias capitalistas em expansão. Portanto, o portfólio dos agentes é

alterado e tem-se um aumento na relação entre recursos das firmas, uma queda na disponibilidade dos ativos líquidos advindos de firmas e também um aumento da posição ativa das instituições financeiras.

Tanto nos países em desenvolvimento quanto nos países com economias capitalistas consolidadas destaca-se a precariedade do sistema financeiro interno como o estopim de uma crise financeira. Dessa forma, a lição principal tirada das experiências passadas é que há necessidade em fortalecer e expandir a regulação financeira, inserindo medidas a fim de manter uma economia livre de instabilidade e recessão (FRENKEL, 2012).

O quadro contemporâneo implica em países emergentes com economias robustas, configurando uma incerteza exacerbada, com governos adeptos às políticas prontas para enfrentar choques externos negativos, de forma que seja improvável que a entrada de capitais cesse de forma súbita, apresentando déficit no balanço de pagamentos, mas podendo parar o fluxo por outros fatores adversos. Em conformidade com Frenkel:

Prudência face à incerteza implica em medidas para neutralizar ou atenuar os efeitos da explosão no aporte de capital. Estas medidas devem ser implementadas não apenas para evitar a formação de bolhas nos preços dos ativos e controlar a inflação, mas também porque não implementá-las aumenta os riscos mencionados enfrentados pelos países em desenvolvimento. (FRENKEL, 2012, p.10)

A crise financeira de 2008 torna-se sistêmica através de mecanismos de transmissão como as taxas de juros de curto prazo, com seu respectivo impacto sobre as expectativas de inflação, assim como através da substituição intertemporal dos agentes entre consumo presente ou futuro. Um fator agravante do mecanismo de transmissão foi a procedência dos investimentos realizados, que possuíam alto grau de risco, tomando empréstimos feitos juntamente ao sistema bancário dos EUA e sendo transacionado com bancos e investidores estrangeiros. Portanto, em razão de recursos escassos, o mercado de crédito propagava a crise, atingindo o comércio internacional através da redução das importações norte americanas (BELCHIOR; SOARES, 2010; SARAIVA; PAULA; MODENESI, 2016).

A relação com os países em desenvolvimento se dava através do fluxo financeiro e do fluxo de comércio. Quanto ao fluxo financeiro, o mercado norte americano utilizava de operações de *swap* a fim de neutralizar o risco cambial para os países em desenvolvimento. No final de 2008, a economia brasileira vive uma forte reversão dos fluxos financeiros explicados pela redução da taxa de juros, pela forte liquidez no mercado internacional e pela postura cooperativa do FED norte americano estendendo linhas de *swaps* cambiais para países subdesenvolvidos no intuito de trazer apoio para proteção dos movimentos de fuga de capital.

Desta forma, foram concedidos aos países emergentes cerca de US\$ 30 bilhões ao final de outubro de 2008 com pagamento para abril de 2009. A economia brasileira, em período de crescimento em 2007/2008, contava com um estoque de reserva internacional superior a US\$ 200 bilhões, convivendo com um fluxo de IED relativamente estável sendo até mesmo credora líquida em moeda estrangeira. Todavia, a trajetória de desenvolvimento na crise financeira internacional de países emergentes é caracterizada por apresentar um maior grau de autonomia quando comparado com países de economias desenvolvidas (FERRAZ, 2013).

Os fluxos de capitais estrangeiros têm seu maior pico em 2007, com movimento de baixa em 2008 e retoma uma trajetória de crescimento em 2010 dando sinais de recuperação emitido pelos países emergentes, assim como taxas de juros reduzidas no mercado central e ampla liquidez internacional desencadeada de políticas anticíclicas norte americanas e europeias (PALLEY, 2012).

Para o fator comercial, autores como Akyuz (2012), assumem que o comércio foi peça fundamental para a difusão da crise para demais economias, tanto para exportadores de commodities como para exportadores de manufaturados. Confere-se uma redução de 13% do volume de comércio em 2009, associada a i) restrição de crédito, dada situação financeira e de risco; ii) políticas protecionistas dos países a fim de resguardarem suas economias e respectivos mercados internos; iii) o impacto de variáveis reais com a redução das atividades econômicas e redução dos preços relativos; iv) reformulação da divisão internacional do trabalho devido ao contexto de recessão em escala internacional.

Segundo Ferraz (2010), a crise internacional reduziu em 40% o montante do fluxo internacional de comércio durante o período que compreende a recessão. O comércio exterior foi um forte canal para a entrada dos efeitos da crise financeira sobre a economia brasileira, tendo em vista a importância do setor e o aumento dos fluxos de importação e exportação entre 2007 e 2008. Todavia, o crescimento acelerado das importações gerava uma redução do saldo comercial que caiu cerca de US\$ 40 bilhões em 2007 para US\$ 24,8 bilhões no ano de 2008. Os efeitos surgiam através da redução do fluxo de importação e de exportação no começo de 2009, entretanto mantendo o saldo comercial relativamente estável. No segundo semestre de 2009, a balança comercial começava a recuperar-se depois de um período de redução contínua onde ia de US\$ 40,0 bilhões em 2007, para US\$24,8 bilhões, em 2008, US\$ 25,3 bilhões, em 2009, e US\$20,2 bilhões, em 2010.

Como aponta a tabela 1, o período inicial da crise, seguida de primeiros sinais recessivos no produto real, data entre 2007 e 2008. Contudo, é perceptível que o período mais intenso da

recessão, assim como sua escala mundial, começa em 15 de outubro de 2008 com a quebra do banco americano Lehman Brothers. Após este fato, a recessão toma proporções maiores atingindo as economias desenvolvidas e as economias em desenvolvimento por meio de um efeito contágio, contaminando os países emergentes por vias como a balança comercial e fluxo financeiro (BELCHIOR; SOARES, 2010).

Tabela 1- Variação percentual do Produto Real (2001-2009)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mundo	2,3	2,9	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3	-0,6
Países desenvolvidos	1,4	1,7	1,9	3,2	2,7	3	2,8	0,5	-3,2
Países emergentes e em desenvolvimento	3,8	4,8	6,2	7,5	7,1	7,9	8,3	6,1	2,4
BRICS	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Brasil	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4	6,1	5,1	-0,2
China	8,3	9,1	10	10,1	10,4	11,6	13	9	8,7
Índia	3,9	4,6	6,9	7,9	9,2	9,8	9,4	7,3	5,7
Rússia	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,7	8,1	5,6	-7,9

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Fundo monetário internacional (2009;2010).

No entanto, as taxas de crescimento permitem observar que o desempenho das economias subdesenvolvidas sustenta o nível mundial, fazendo delas uma base para não gerar uma intensificação maior da recessão global e, concomitantemente, a recuperação a partir de 2010. A evolução do BRICS¹¹ permite afirmar que o crescimento do produto mundial, de 2001 a 2007, está relacionado com o aumento das atividades nos países emergentes, em sua maioria, advinda da China. A economia russa sofre em 2009 um decréscimo de 7,9%, que é explicado pela ligação mais ferrenha com os mercados financeiros europeus e norte-americanos e também pela queda abrupta dos preços do petróleo no primeiro semestre deste ano (BELCHIOR; SOARES, 2010).

De acordo com os autores, ocorre uma redução dos fluxos de comércio causada pela redução da capacidade de absorção das economias em crise e, de forma conjunta, a queda dos

¹¹ O BRICS é formado por Brasil, Rússia, Índia e China.

preços das *commodities*. Desta forma, o fluxo comercial tornar-se-ia intrabloco¹², manifestando o efeito contágio da recessão através da redução dos preços das *commodities* nos países em desenvolvimento (BELCHIOR; SOARES, 2010).

Mesmo com diversas tentativas de controle de capital, a economia norte americana não obteve sucesso, vivenciando graves problemas econômicos e financeiros que se alastravam pela economia mundial como alta na taxa de desemprego, elevação do nível de preços, precariedade do sistema produtivo, instabilidade econômica e aumento da interdependência entre os países. Portanto, percebe-se a necessidade de projetar uma reforma financeira que leve em consideração o caráter interligado das economias. Segundo Carvalho (2010), uma das primeiras medidas a ser considerada é a tributação sobre o capital especulativo; investir em segmentos ligados a indústria de base que oriente o parque industrial nacional à uma solidificação; e créditos ao longo prazo, visando rendimentos futuros, a fim de incrementar a economia nacional e reduzir a instabilidade econômica.

¹² No caso, economias que comercializam e interagem apenas entre si.

4. A CRISE INTERNACIONAL E A RESPOSTA BRASILEIRA

4.1. A crise financeira e seus efeitos na economia brasileira

A partir dos anos 1990, as políticas econômicas brasileiras eram consideradas neoliberais, tendo como objetivo a estabilidade do nível de preços, a liberalização financeira e comercial, e uma redução da participação do Estado na economia. Por outro lado, o movimento de estagflação herdado deste período foi contornado por uma aceleração do crescimento conduzido por melhorias nas atividades econômicas na primeira metade dos anos 2000. Ademais, neste período, a taxa de crescimento real do PIB apresentava alta volatilidade, sendo explicada pela quantidade sequencial de choques adversos que afetavam a economia brasileira e também pela política fiscal aplicada (FERRAZ, 2010).

O retorno à trajetória de crescimento possui diversas interpretações teóricas sobre sua causalidade, dentre elas, de acordo com Barbosa Filho e Souza (2010), remetem a retomada ao crescimento ao surgimento de um novo padrão em distribuição de renda e políticas sociais. Por outro lado, segundo Bielschowsky e Mussi (2012), reforçam a ideia de que há um fortalecimento do consumo de grande parcela da população sustentando a demanda agregada e o nível de emprego. Interpretações ortodoxas indicam um crescimento elevado durante o período em questão, sendo decorrente do efeito defasado das reformas liberais adotadas nos anos 1990 que, ao serem maturadas, elevaria a produtividade da economia nos anos 2000.

Até a eclosão da crise financeira de 2007-08, observava-se uma aceleração do nível de investimento da economia além da demanda agregada, estimulada pela capacidade produtiva realizada no período anterior. De acordo com sua sensibilidade ao crédito e movimentos da demanda agregada, o investimento seguia um movimento decrescente em períodos recessivos, seguidos de rápida recuperação ao patamar anterior à crise (FERRAZ, 2010).

Segundo Ferraz (2010), as primeiras notícias de perdas foram divulgadas tão logo anunciada a queda do banco americano Lehman Brothers. A tendência foi de deterioração do estado de confiança dos agentes, assim como os respectivos efeitos macroeconômicos de uma recessão internacional. Para Castillo (2011), a desvalorização cambial foi o maior propulsor dos efeitos da crise dentro da economia brasileira, trazendo perdas significativas a uma parcela de empresas e no nível de emprego, provocando efeitos sobre diversas camadas da população.

De acordo com Fahri e Borghi (2009), a elevação do risco e problemas macroeconômicos foram consequências i) da valorização da moeda doméstica e sua volatilidade, que já vinham sofrendo com os impactos internacionais; ii) da possibilidade de incumprimento dos empréstimos tomados pelas empresas, aumentando o quadro de risco tendo

em vista que os bancos poderiam não receber o pagamento por parte das empresas; e iii) também pela perda de credibilidade nas empresas devido à falta de transparência através de operações que feriam a confiança dos bancos. Este fato gerava uma dificuldade na obtenção de novos empréstimos e renovação de antigos, explicados não somente pelo fato das firmas perderem credibilidade mediante o incumprimento de seus pagamentos, mas também por realizarem operações desconhecidas comprometendo seus lucros futuros destinados ao pagamento das dívidas contraídas. Portanto, Fahri e Borghi sobre a falta de transparência no mecanismo bancário, assumem que,

Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator suplementar para o forte empoçamento de liquidez nas operações interbancárias e a acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, mesmo nas que possuem um sistema bancário que não estava ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional (FAHRI; BORGHI, 2009, p. 181).

Em relação ao dólar, a moeda americana passava por um período de desvalorização perante as demais, o que contribuía para a alta dos preços internacionais das *commodities* cotados em dólar. Todavia, o aprofundamento da crise financeira provocava queda nos preços internacionais das *commodities* e, ao mesmo tempo, observava uma tendência de apreciação do dólar, aumentando a volatilidade da moeda. Com isso, as apostas especulativas levaram as empresas ao prejuízo, tendo em vista que o setor exportador encontrava-se sob reflexo da crise sofrendo com o impacto da nova apreciação da taxa de câmbio de suas moedas nacionais.

De um ponto de vista microeconômico, fazia sentido essas empresas buscarem coberturas de riscos contra essa apreciação. Todavia, os montantes elevados de suas operações, muito superiores aos volumes de suas exportações, caracterizaram sua postura especulativa e tiveram, no segundo semestre de 2008, efeitos macroeconômicos, entre outros porque contribuíram para acentuar a depreciação da taxa de câmbio (FAHRI; BORGHI, 2009, p. 173).

Conforme aponta Lopes (2009), há cinco formas de inserção da crise internacional em economias emergentes: (i) via contração de crédito devido à redução de alavancagem dos bancos e aumento da fragilidade financeira; (ii) através da redução nos preços de ativos, onde ocorre uma destruição de riqueza; (iii) dado que a existência de expectativas pessimistas sobre futuro econômico, há impacto sobre decisão de investir reduzindo o montante dispendido; (iv) por fim, em razão da queda no comércio mundial por conta de contenção do consumo internacional, induzindo a redução das exportações.

O instante que percebe-se a introdução da crise financeira no Brasil acontece no último trimestre de 2008 quando ocorre uma fuga de capitais e, concomitantemente, o banco Lehman

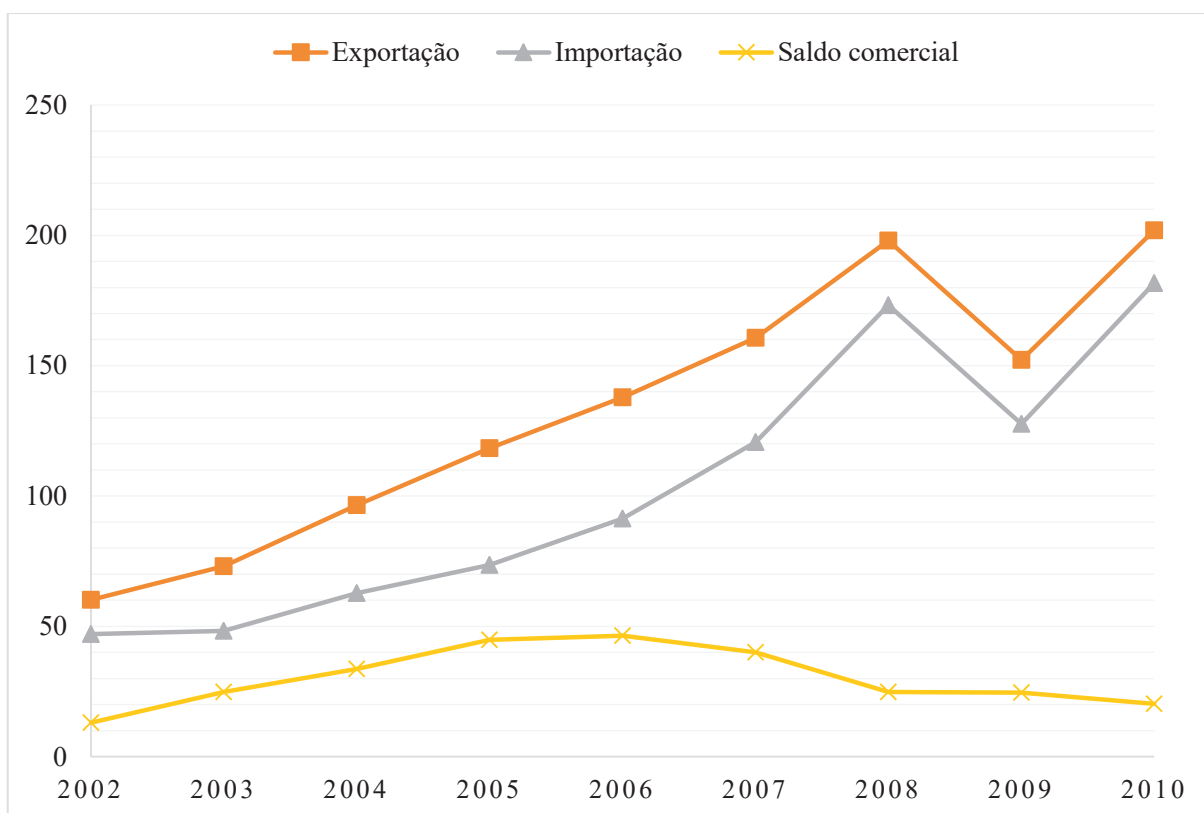
Brothers recorria à lei de falências nos Estados Unidos. A fuga de capitais acontecia decorrente da tentativa de recompor os capitais perdidos nos centros financeiros mundiais, em razão da crise que escoavam suas reservas. Desta forma, o real passava a ter forte depreciação cambial, reduzindo a liquidez no país, e também o montante de divisas disponíveis para concessão de crédito (BELCHIOR; SOARES, 2010).

O Banco Central do Brasil atuou sobre o câmbio vendendo moeda estrangeira e realizando demais operações que segurassem a pressão altista sobre a balança comercial. Tendo em consideração o regime de câmbio flexível, observa-se a melhor condição de adaptação da economia brasileira à crise. Sendo assim, o BCB assumia o controle no sentido de reduzir a volatilidade do mercado cambial assim como o efeito negativo da recessão sobre a taxa de câmbio.

O mercado de divisas também foi afetado pela queda dos preços das *commodities*, gerando um desequilíbrio no fluxo de moedas estrangeiras, impactando a taxa de câmbio, mercado de capitais e o sistema de crédito. O mercado de capitais confere uma destruição de riqueza, de forma similar ao que ocorreu nos Estados Unidos, diferindo apenas porque, no caso brasileiro, não fora recebido significativos aportes de financiamento através do mercado de capitais. Desta forma, o mercado de ações não transferiria a crise financeira para o lado real da economia, ficando a cargo do mercado de crédito a via de transmissão da recessão.

O comércio exterior foi um dos canais de transmissão da crise que mais produziu efeitos dentro da economia brasileira, tendo em vista a importância do setor e o aumento dos fluxos de importação e exportação entre 2007 e 2008, majoritariamente com a economia chinesa. A queda dos preços das *commodities*, em razão da desaceleração da atividade econômica mundial, afetava a renda derivada do setor exportador brasileiro, que cai a partir de setembro-outubro de 2008. Tendo em vista a queda da atividade econômica no setor exportador, segundo Belchior e Soares (2010), é possível afirmar que a redução da exportação contribuía para a desaceleração econômica.

De acordo com o Gráfico 1, o crescimento acelerado das importações gerava uma redução do saldo comercial que caía cerca de US\$ 40 bilhões em 2007 para US\$ 24,8 bilhões no ano de 2008. Os efeitos surgiam através da redução do fluxo de importação e de exportação no começo de 2009, mantendo o saldo comercial relativamente estável. No segundo semestre de 2009, a balança comercial começava a recuperar-se depois de um período de redução contínua onde seguia um movimento de US\$ 40,0 bilhões em 2007, para US\$24,8 bilhões, em 2008, US\$ 25,3 bilhões, em 2009, e regredindo para US\$20,2 bilhões, em 2010.

Gráfico 1 - A evolução da balança comercial brasileira em milhões - 2002-2010

Fonte: Elaboração Própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2016.

A crise internacional e os seus efeitos trouxeram consigo impactos no setor externo comercial reduzindo a quantidade exportada e importada no segundo semestre de 2008. Contudo, a recuperação logo em 2009, fez da crise financeira de 2007-2008 diferente das crises anteriormente vividas pela economia brasileira, através de fatores como a inserção da China e seu consumo que dinamizava a demanda internacional. O consumo público aumentava numa escala moderada, configurando a inserção de políticas anticíclicas por parte do governo através de políticas que fomentavam a inserção social.

Para Montes e Alves, através da política fiscal anticíclica,

Medidas como o abatimento dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) na meta de superávit primário e da retirada de estatais da meta, como é o caso da Petrobras, são vistas como um bom sinal, que podem, mais a frente, facilitar o papel da política fiscal como um importante instrumento de estratégia macroeconômica. Ademais, vale lembrar que, na crise de 2008, a política fiscal foi mobilizada, em larga escala, como instrumento anticíclico, e a meta de superávit foi flexibilizada, sendo fortemente reduzida. (MONTES; ALVES, 2012, p. 380).

Quanto à variável consumo, sua estabilidade é maior quando comparada ao investimento. Contudo, na conjuntura em que é analisado, o consumo obteve movimento

similar ao investimento em que desacelerava em um primeiro período de crise e reascendia no momento de recuperação da economia. Segundo Ferraz, o consumo crescia cerca de 6,8% em média ao trimestre, a partir do último trimestre de 2009 até o começo de 2011(FERRAZ, 2010).

Nas palavras de Jorge Mattoso:

O Brasil pôde demonstrar extraordinária resiliência à presente crise, bem maior do que nas anteriores, ainda que aquelas tenham sido menores e mais limitadas. Assim, nosso país foi um dos últimos a entrar em recessão e um dos primeiros a sair dela, retomando – poucos meses depois de sentir seus primeiros efeitos – a tendência ao crescimento sustentado, construído no governo Lula. (MATTOSO, 2010, p.32)

Em relação ao sistema financeiro, é válido ressaltar que a economia brasileira possui uma alta exposição no mercado mundial, possuindo filiais de instituições internacionais que, por sua vez, dependem de financiamento externo. Desta forma, em tempos recessivos as divisas encontram-se escassas, reduzindo o montante de crédito disponível no mercado privado de capitais recaindo sobre os bancos públicos o papel de suprir esta demanda. Contudo, a incerteza perante o cenário econômico mundial fazia com que os custos operacionais das transações se elevassem, em razão da possibilidade de inadimplência em massa. Sendo assim, a taxa de juros e o *spread* remuneradores dos empréstimos sobem, refletindo o quadro de instabilidade econômica.

Mediante situação de desconfiança e aprofundamento dos impactos da crise, a economia brasileira entrava com medidas de precaução tendo em vista os impactos negativos no nível de atividade econômica, no intuito de garantir certo nível de proteção. A partir do último trimestre de 2008, fora observado redução da produção industrial, queda na utilização da capacidade assim como nas horas trabalhadas dentro da indústria de transformação e, vale ressaltar, um aumento no desemprego, impactando o nível de consumo das famílias (BELCHIOR; SOARES, 2010).

Perante o contexto recessivo e de incerteza, as firmas tomam posturas mais cautelosas e decidem reformular sua pauta de investimentos e produções a fim de evitar prejuízos futuros assim como elevação de suas dívidas. O PIB brasileiro caía cerca de 0,8% no primeiro trimestre de 2009, em relação ao período anterior. Ademais, sob ótica mais abrangente, no exercício do ano de 2009, a produção interna cai em torno de 0,2%, refletindo a crise global.

4.2. Políticas implementadas

4.2.1. Política monetária

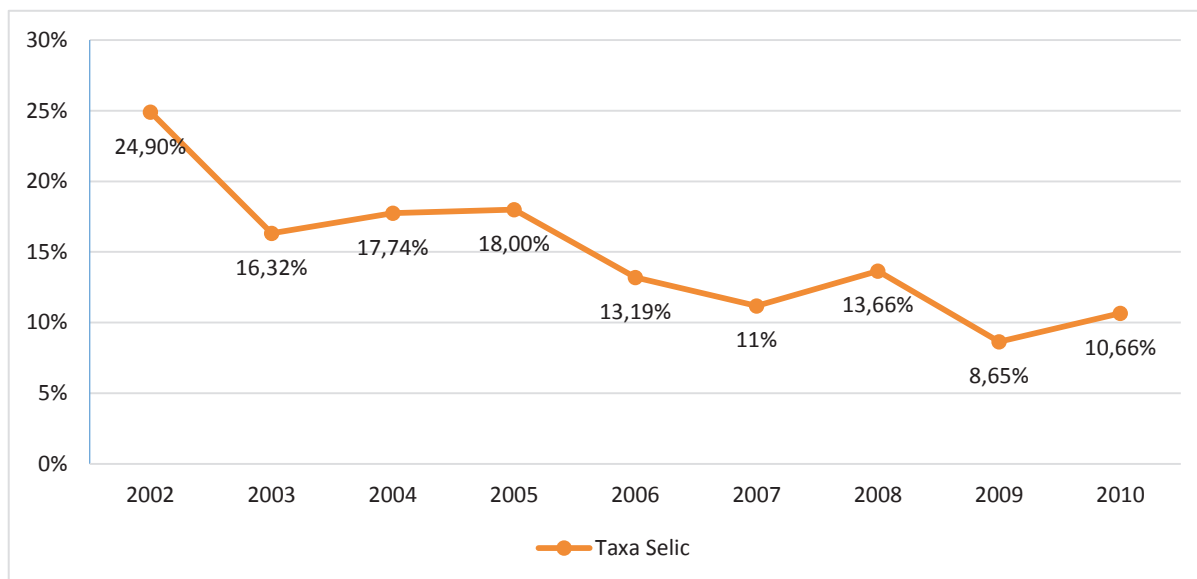
Um dos principais instrumentos utilizado pelos *policymakers*, durante a crise financeira de 2007-08, foi o controle sobre a taxa de juros. Desde 1999, a economia percorria

uma trajetória de condução de política macroeconômica sob o tripé composto pela meta de superávit fiscal, câmbio flutuante e o regime de metas de inflação. Em conformidade com Bastos (2001), a política econômica a qual segue o Banco Central do Brasil é atrelada a relação descrita pela curva de Phillips, onde há uma situação de excesso de demanda, através da aproximação do nível de produto efetivo do potencial, formando uma causa principal para a aceleração inflacionária, de acordo com o impacto contracionista.

Partindo da afirmação de que o câmbio possui papel fundamental no controle inflacionário, Ferraz (2010) relata que é considerável que a economia brasileira não figure um regime de câmbio flutuante, diferente do que assume o discurso dos formadores de políticas econômicas. Na realidade, o regime cambial utilizado consiste numa flutuação “suja”, comprovado pelo crescimento das reservas internacionais do Banco Central nos anos anteriores à crise, uma vez que este resultado seria inconsistente sob um regime de flutuação pura.

Sob contexto de mobilidade imperfeita de capitais, ao afastar-se a taxa de juros doméstica da taxa de juros externa, há uma entrada líquida de capitais promovendo uma valorização no real, ao impactar diretamente a taxa de câmbio. No ano de 2007, a diferença entre as taxas de juros externa e interna foi reduzida, seguida de aumento do distanciamento em 2008, e uma reversão deste movimento no ano de 2009. O movimento das taxas de juros doméstica relatam a prioridade do governo em controlar o processo inflacionário no Brasil, inclusive sob contexto de crise internacional, afirmando que o regime de metas de inflação perfazia uma prioridade na formulação das políticas econômicas, como é possível observar abaixo no Gráfico 2 que apresenta o histórico da taxa Selic¹³ (FERRAZ, 2010).

¹³ Taxa básica de juros da economia brasileira utilizada como principal referencial.

Gráfico 2- Evolução da Taxa Selic ao ano no período de 2002 a 2010¹⁴

Fonte: Elaboração Própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2016.

A redução dos juros, entre 2008 e 2009, acontecia conforme agravamento da crise financeira saindo de uma taxa de aproximadamente 13% a.a. para pouco mais de 8,5% a. a. De acordo com o intervalo de tempo necessário para os efeitos da variação na taxa Selic serem maturados, a política de juros tendia a alavancar a recuperação através do incentivo à tomada de empréstimo, compras utilizando créditos e também na tentativa de manter o nível de consumo através de contenção de preços.

No ano de 2010, percebe-se a intercepção do aumento da taxa de juros na compressão de variáveis econômicas como o PIB e, de forma mais nítida, no crédito ao consumidor. Levando em consideração a contração do crédito, observa-se um efeito de redistribuição de renda que pode ocorrer de forma direta por transferência para os credores, como também de forma indireta pelo impacto dos juros na remuneração do processo produtivo.

Segundo Summa e Serrano (2011), a transmissão da taxa de juros para o nível de preços acontece através: i) da pressão de custos dos bens importados e exportáveis interferidos pela taxa de câmbio nominal; ii) das alterações de preços controlados; e iii) do impacto do crescimento do salário mínimo sobre setores não comercializáveis e intensivos em trabalho.

A elevação dos preços internacionais das *commodities* gerava uma pressão nos preços domésticos, servindo de mais estímulo para a redução da taxa de juros doméstica por parte do governo. Esta decisão se justifica em conformidade com a premissa de que um aumento na taxa

¹⁴ De acordo com dados coletados no Banco Central do Brasil dentro do período de 2002 a 2010, observados com a taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis, e aferidas no mês de dezembro de cada respectivo ano.

de juros doméstica tende a variar a taxa de câmbio, ao atrair capital externo, valorizando a moeda interna “pela via da elevação do diferencial entre juro externo e doméstico” (FERRAZ, 2010, p. 51). Sendo assim, o efeito do aumento da taxa de juros era anti-inflacionário, ao acelerar a apreciação do real.

Na segunda metade da década de 2000, observa-se que o setor privado possuía grande peso no sistema de crédito brasileiro, revertendo esta trajetória no período em que a crise financeira é chegada ao Brasil. Com o crédito privado tendo menor participação, abre-se espaço para a ascensão do crédito público. Percebe-se, então, uma estagnação da oferta de crédito privado em coexistência de aumento do crédito público, associadas às políticas anticíclicas adotadas. Desta forma, o BNDES ocupava a posição de instituição principal de oferta de crédito de longo prazo do país, assumindo compromisso de resguardar a economia dos efeitos da crise sobre o sistema de crédito (FERRAZ, 2010).

Como aponta Coutinho, em meio à crise americana se dissipando internacionalmente após a quebra do Lehman Brothers, a postura do BNDES foi de acelerar a aprovação e disponibilidades de divisas para que o Banco pudesse manter a concessão de créditos, no último trimestre de 2008, seguido de aporte político para formulação de medidas anticíclicas (COUTINHO, 2011).

A participação de bancos públicos foi fundamental para o período pós-recessão, contando com o apoio de instituições como o BNDES, Banco de Brasil e a Caixa Econômica Federal. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social procurava equacionar o problema da falta de crédito, ofertando crédito de longo prazo para indústria e obras de infraestrutura assim como atuando na concessão de capital de giro. O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, por sua vez, possuem maior participação na concessão de crédito rural e imobiliário, respectivamente.

Tabela 2- Operações de crédito e arrendamento mercantil líquido de provisões: bancos federais em % do PIB

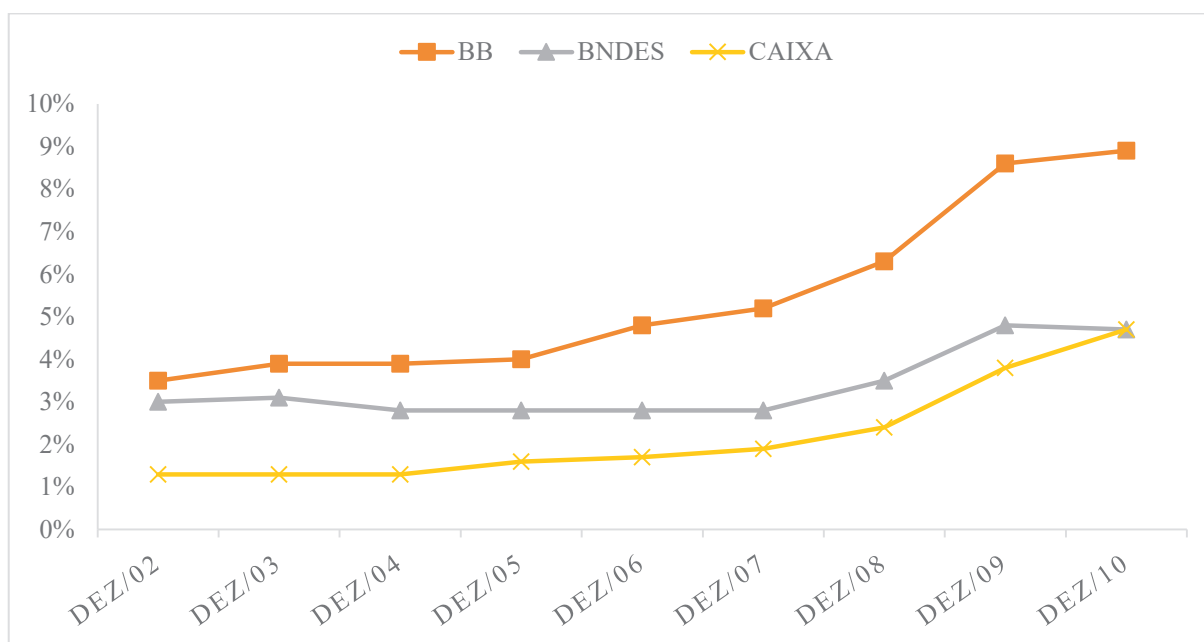
Banco	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez/06	Dez/07	Dez/08	Dez/09	Dez/10
BB	3,5%	3,9%	3,9%	4,0%	4,8%	5,2%	6,3%	8,6%	8,9%
BNDES	3,0%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	3,5%	4,8%	4,7%
CAIXA	1,3%	1,3%	1,3%	1,6%	1,7%	1,9%	2,4%	3,8%	4,7%

Fonte: Elaboração Própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2016.

Como aponta a tabela 1, é possível ver o movimento dos bancos públicos em questão aumentando sua concessão de crédito continuamente a partir do ano de 2006. O Banco Nacional

de Desenvolvimento Econômico e Social concede crédito expressando significativamente o incentivo às indústrias, empresas e microempresas, partindo de um montante equivalente 3,0% do PIB em dezembro de 2002 para 4,7% ao final do ano de 2010. De modo similar, o Banco do Brasil dispense 3,5% do PIB e terminando o período analisado com 8,9% do PIB dispendido em operações de crédito. Por fim, a Caixa Econômica Federal passa de 1,3% em 2002 para 4,7% do PIB em 2010, concentrando seus dispêndios no setor imobiliário. Desta forma, a oferta de crédito de bancos públicos, como apresentado no Gráfico 3, teve papel fundamental para minimizar os efeitos da crise internacional elevando as operações de crédito da economia brasileira.

Gráfico 3- Operações de crédito e arrendamento mercantil líquido de provisões: bancos federais em % do PIB – 2002-2010



Fonte: Elaboração Própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, 2016.

Sendo assim, o papel do BNDES na crise financeira de 2008 consiste em formular soluções capazes de eliminar ou reduzir efeitos recessivo sobre o setor produtivo e bancário. A proposta consistia em formalizar acordos entre o BNDES e demais bancos a fim de estabelecer taxas de câmbio que permitissem o encerramento das operações sem causar retardo na cadeia produtiva, preservando ganhos dos bancos e impedindo falências. Entre 2008 e 2009, o BNDES renovava crédito a empresas e pequenos bancos, sem cobrir suas perdas. Passado o momento de eminência de crise bancária, o BNDES retomava a atuar sob estruturas mais afetadas da economia, gerando capitalização e recriação de empresas no país.

Os setores que obtiveram aval de crédito pelo BNDES foram indústria, infraestrutura, comércio e serviços, e agropecuária. Pelo decorrer de sua trajetória, o BNDES possui uma tendência à priorizar a indústria e a infraestrutura, desembolsando em torno de 80% dos montantes do banco para tais segmentos. Para avaliar a evolução do crédito ofertado pelos bancos, são considerados os indicadores de aprovação e liberação de empréstimos. A partir do ano inicial da crise, observa-se um aumento das aprovações e liberações, com as aprovações saindo de R\$ 121,4 bilhões em 2008 para R\$ 170,2 bilhões em 2009, chegando em 2010 com R\$ 200,7 bilhões. Seguindo a mesma trajetória, os desembolsos e liberações elevaram-se de R\$90,9 bilhões (2008) para R\$136,4 bilhões (2009) e para R\$200,7 bilhões, no ano de 2010.

Em conformidade com os dados, o Banco incluía como objetivo as ações de elevação de crédito para formular uma base de proteção aos efeitos negativos da crise financeira. Os desembolsos do BNDES eram concentrados nas áreas de infraestrutura e indústria, que perfaziam cerca de 81,4% de seu total dispendido.

O setor de comércio e serviços foi o mais beneficiado pela política anticíclica do BNDES, com uma taxa de crescimento de 84,4%. A agricultura também recebeu benefícios desta política através de aprovação de financiamentos pelo banco para o setor ao longo de 2009, com crescimento de 57,9% das aprovações. O setor de petróleo e combustível foi o maior contribuinte para o aumento dos desempenhos do BNDES, perfazendo um montante de R\$ 20,1 bilhões, fortalecendo o apoio ao projeto Petrobrás. Setores como transporte terrestre, eletricidade e gás, construção, celulose e papel, e administração pública, participaram do movimento creditício tomando maior quantidade de empréstimos. Por outro lado, outros setores como indústria extrativa e metalurgia tiveram retração dos desembolsos em 2009.

O papel dos bancos públicos na formação do período pós crise 2007-08 é de suma importância, figurando uma participação de 34,1% do total das operações de crédito, em 2008, indo para um percentual de 36,5% em 2009 e 41,6% em 2010. Ademais, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal formam parte do sistema financeiro público que compõe parcelas significativas no empréstimo imobiliário e rural. No ano de 2008, a contratação de crédito do Banco do Brasil atingiu a marca de R\$ 410,8 bilhões, e no ano seguinte, uma evolução para R\$ 478,1 bilhões. Em 2008, os setores que mais tomaram créditos do BB foram indústria, pessoas físicas e comércio, com parcelas de aproximadamente 26,6%, 23,1% e 21,7%, respectivamente. Os setores com maior participação no ano de 2009 foram os setores de comércio (46,2%), de outros serviços (23,1%), indústria (12,4%), pessoas físicas (8,9%) e o setor rural (6,1%).

O Banco do Brasil atuava como intermediário financeiro do BNDES, sob operações de investimento em capital, e participante assíduo do financiamento de obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O BB também participava de fornecimento de crédito para capital de giro, de forma essencial no ciclo industrial, sendo caracterizado como crédito de curto prazo.

A Caixa econômica tem seu foco em financiamento imobiliário e crédito a pessoas físicas, concentrando a maior parcela do crédito contraído na instituição, levando em consideração a pequena participação com empréstimos industriais. Em 2009, o crédito imobiliário cresceu cerca de 70%, apresentando a CEF como instituição de fomento da atividade habitacional no período pós-crise.

Como apontam Garcia e Castelo (2009), a Caixa Econômica Federal possuía um papel importante na assegurar do crédito habitacional antes da crise, e que foi fortalecido com a mesma. Os recursos da Caixa advinham do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Em 2009, o programa Minha Casa Minha Vida elevava a importância da instituição quanto ao acesso de classes de menor renda, que compusera cerca de 30% dos empréstimos gerados na instituição. Desta forma, observa-se que, em 2009, havia cerca de R\$ 47 bilhões destinados ao crédito habitacional e 71% do valor total do mercado.

4.2.2. Política fiscal

O modelo de condução da política fiscal adotado no Brasil no ano de 1999 seguia limitando a atuação de políticas anticíclicas que conduziam a ampliar a condição de bem estar social e tornava o custo mais pesado para a massa da sociedade. Através de aumento de tributos, formava-se a socialização dos custos ao serem repassados ao preço dos bens de consumo, tornando mais onerosa a cesta de consumo para as famílias com menores rendimentos econômicos (ALVES; MONTES, 2012).

Segundo Lopreato (2014), a funcionalidade da política fiscal é elevada quando torna-se um instrumento responsável pela sustentação do crescimento de longo prazo assim como também a expansão de renda e emprego. Desta forma, com a eclosão da crise de 2008, reacendia o debate sobre o papel da política fiscal em contexto recessivo, colocando as políticas fiscais como instrumentos centrais da política macroeconômica.

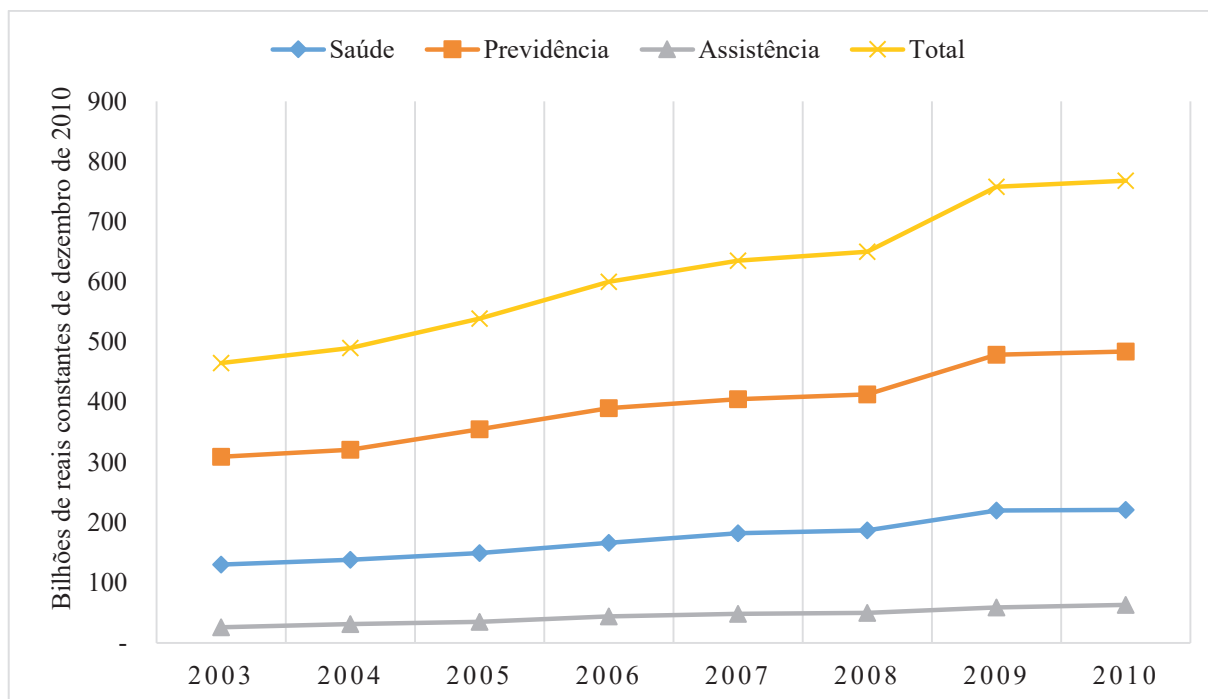
O intuito da política fiscal durante a crise financeira era de aquecer a demanda agregada por mecanismos diversos formando medidas anticíclicas. Entre 2002 e 2008, a atuação

fiscal do governo promovia uma redistribuição de recursos, realizando uma estabilização do consumo em valores reais, e um aumento das transferências do governo. As transferências faziam parte das despesas públicas que mais aumentaram no período da crise financeira de 2007-08 (ORAIR; GOBETTI, 2010).

Em busca de manter uma situação fiscal estável, o governo tem como responsabilidade buscar uma contenção da relação dívida pública/PIB através do superávit primário. O resultado primário é formado pela diferença entre o total de arrecadação de tributos e os gastos totais do governo, não considerando os gastos com juros da dívida. Esta orientação é avaliada por correntes ortodoxas como a “restrição orçamentária intertemporal” do governo, norteando a condução das políticas econômicas do período da década de 2000 (ALVES; MONTES, 2012).

A política fiscal passa a deixar o posto de papel coadjuvante das políticas anticíclicas, para equiparar-se em nível de importância com a política monetária, observando que a política fiscal não deve estar apenas associada aos estabilizadores automáticos e possuindo capacidade para atuar em momentos de crise profunda, ao optar por defesa da austeridade fiscal em momentos de expansão, para promover maior espaço em momentos de queda do produto efetivo.

A crise pusera em risco o sistema financeiro americano e acionava políticas monetárias expansionistas, com taxas de juros próximas a zero, porém, falhando no intuito de segurar o nível de produto e emprego, o que levava o governo a interferir na economia elevando os gastos públicos, objetivando uma minimização dos efeitos recessivos sobre a economia. Desta forma, segundo apresentado no Gráfico 4, é possível conferir a atuação das políticas anticíclicas através do aumento dos gastos com seguridade social, divididos em saúde, previdência e assistência social.

Gráfico 4- Gasto com seguridade social no Brasil por função - 2003-2010

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados da STN, 2016.

A expansão na participação da transferência para as famílias brasileiras forma uma estratégia governamental de promover uma redistribuição de renda através de fomento social, utilizando de políticas distributivas como Bolsa Família, e principalmente, com a valorização do salário mínimo, que forma base de referência para o setor previdenciário (ORAIR; GOBETTI, 2010).

Os maiores gastos foram na área da Previdência Social, alcançando o patamar de aproximadamente R\$ 309 bilhões em 2003 evoluindo para pouco mais de R\$ 480 bilhões ao final de 2010. Explica-se este fenômeno através do número de beneficiários, elevação das políticas de valorização de salário mínimo e com a continuação dos gastos com a área previdenciária, tendo em consideração sua importância social. Ademais, os gastos na área de saúde evoluíram, partindo de aproximadamente R\$ 130 bilhões chegando a um montante de pouco mais de R\$ 220 bilhões em 2010. De forma similar, o gasto com assistência ascendia de R\$ 25 bilhões em 2003 para R\$ 62 bilhões em 2010. As três áreas totalizam um montante de cerca de R\$ 767 bilhões.

Os gastos com saúde e educação aumentam sua participação nas transferências entre os governos, sendo explicados pela Emenda Constitucional nº 29, que mantém o governo sob uma responsabilidade de regular os gastos com saúde crescendo à mesma taxa do PIB, assim

como apoio aos programas de ensino básico de estados e municípios, passando de R\$383 milhões em 2006 para R\$ 5,3 bilhões em 2009.

Segundo Saboia (2007), o efeito das políticas distributivas e de valorização do salário mínimo possui forte impacto no processo de revigorar a demanda agregada. A parcela da população que é beneficiária destas políticas tem como característica a baixa propensão a poupar e o padrão de consumo é intensivo em bens-salário¹⁵, o que promove sublimação do produto e emprego através do impulso sobre a demanda doméstica. Desta forma, os gastos em políticas sociais fortaleciam os pilares de sustento da estratégia governamental de neutralizar os impactos da crise.

A partir de 2006, há um processo de relaxamento fiscal quando comparada com os primeiros anos da década. Portanto, em conformidade com Rodrigues e Bastos (2010), o que caracteriza esta transição é a troca de ministros da fazenda, redirecionando a pauta da política fiscal e formando novos rumos. No ano de 2007, há a inserção do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), de cunho desenvolvimentista, cujo objetivo era retomar apoio à infraestrutura social, urbana, logística e energética do país, com finalidade de promover um desenvolvimento sólido e aumentar o investimento público e privado, formulando uma nova estratégia de crescimento de longo prazo. Desta forma, os investimentos públicos formaram parte de uma concentração de políticas visando o desenvolvimento econômico de longo prazo (RODRIGUES; BASTOS, 2010; FERRAZ, 2010).

O Governo Federal formulou estratégias no departamento fiscal em resposta à crise, agrupados em cinco propostas. A primeira tangia à expansão de investimentos do PAC, no intuito de promover um desenvolvimento econômico sustentado. Em segundo lugar, o programa Minha Casa Minha Vida, que desembolsava R\$ 28 bilhões em subsídios para a aquisição da casa própria para agentes menos favorecidos economicamente, assim como R\$ 60 bilhões em investimentos imobiliários. O Plano Safra, como terceira proposta, perfazia um aporte à agricultura familiar, com investimentos de R\$ 107 bilhões entre os anos de 2009 e 2010. Em quarto lugar, eram realizadas manutenções nos programas sociais como o Bolsa Família e na valorização do salário mínimo, R\$ 12 e R\$ 20 bilhões, respectivamente. Em última instância, mas não menos importante, havia redução de tributos como IRPF, IPI, IOF, PIS/COFINS a fim de fomentar a demanda agregada.

¹⁵ Bens que constituem a cesta de consumo do trabalhador, formado por bens de primeira necessidade, de acordo com o seu padrão de vida.

A relação gastos públicos e PIB possuiu forte elevação, dentro do período datado pela crise, explicado não expressamente pelo aumento dos gastos públicos, mas sim pela queda do PIB em termos reais. O crescimento do consumo do governo foi atribuído à conta de salários, levando em consideração a tendência à queda do consumo intermediário até meados de 2009. A participação dos investimentos e subsídios à Petrobras formam aproximadamente metade dos investimentos federais totais, entre 2007 e 2009. O montante dispendido é justificado pelas descobertas do pré-sal em 2007, seguida de exploração inicial do mesmo no ano de 2008. Contudo, em 2009, os investimentos ligados à Petrobras acabam por ser desconsiderados no cálculo da meta de superávit primário (ORAIR; GOBETTI, 2010).

No que diz respeito a arrecadação, a crise financeira a afetava por três maneiras. De forma inicial, a desaceleração da atividade econômica impactava o fundo de arrecadação através do desaquecimento da demanda, impactando as contas públicas, produção, renda e emprego. De maneira geral, o processo de desaceleração econômica reduz a arrecadação sobre produtos, tributos sobre salários, sobre lucros e contribuições previdenciárias. A segunda via de impacto era a variação da representatividade dos setores dinâmicos, que faziam maior parcela de arrecadação tributária. Em outras palavras, os setores que mais contribuíam para a arrecadação entraram em colapso, reduzindo a formação de base de arrecadação tributária. Em última via, estava a estratégia do governo de fomentar consumo através de redução de tributos (precisamente o IPI, imposto de renda de pessoa física e Cide-combustíveis) impactando a arrecadação governamental. Os efeitos combinados produziram uma forte retração na carga tributária impactando as contas do governo (HAMILTON, 2010).

Os impostos sobre a renda, patrimônio e capital foram retraídos, assim como o agregado do imposto de renda, contribuição social sobre o lucro líquido e do IPVA, no segundo e terceiro trimestre de 2009. Contudo, percebe-se a eficácia das políticas tributárias através do aumento da arrecadação do IPVA, influenciada pelo aumento real da venda de automóveis, decorrente e estimulada pela redução do IPI. Outro ponto que formaliza a eficácia tange ao imposto de renda, que em termos reais é elevado, refletindo o aumento e manutenção do nível de emprego dentro do período considerado recessivo. Sendo assim, através dos movimentos que mantiveram a demanda e a atividade econômica, percebe-se que a política fiscal do período possuiu caráter anticíclico (FERRAZ, 2010).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise financeira internacional encontrou na economia brasileira mecanismos que amorteceram seus impactos, formando uma base de políticas anticíclicas que procuravam manter uma trajetória de crescimento sustentado. De forma contrária a crises econômicas vivenciadas pelo Brasil anteriormente, a crise de 2007-08 encontrava fatores externos que auxiliaram o processo de proteção da economia brasileira. A ligação comercial com a economia chinesa pode sustentar um nível de demanda e crescimento capaz de elevar o nível de produto e emprego, assim como recuperar-se do choque internacional de forma mais rápida.

De forma similar, levando em conta a reversão dos fluxos financeiros em fins de 2008, em 2009 normalizava seu nível de movimentos aos observados anteriormente a crise. A razão desta reversão encontra-se sobre a redução da taxa de juros e a liquidez internacional, assim como a postura competitiva do FED norte americano estendendo linhas de *swaps* cambiais a fim de resguardar países de movimentos de fuga de capital em contexto de recessão.

Sendo assim, observa-se os efeitos positivos na formação de liquidez através das políticas de crédito, dando base sustentável para as variáveis financeiras e macroeconômicas como produto e emprego através do investimento. A efetividade das políticas de crédito implementadas é nítida ao associá-las ao volume de recursos monetários e financeiros dispendidos, e também com os programas anticíclicos produzidos. As medidas adotadas movimentaram cerca de US\$ 3,2 trilhões no balanço do FED, enquanto que o fluxo de empréstimos e compras equivale a um montante de aproximadamente US\$ 30 trilhões.

Em relação as medidas na economia brasileira, as políticas macroeconômicas foram projetadas para conter o processo inflacionário, envolvendo a elevação da taxa interna de juros, formando uma resposta ao aumento do preço das *commodities*. Todavia, um aumento da taxa de juros tende a colocar em perigo o acesso ao crédito e, concomitantemente, ao investimento. Contudo, o quadro, comprovado empiricamente, foi oposto figurando um aumento do crédito no período majoritariamente concedido por bancos públicos.

A aceleração do crescimento e investimento na década de 2000 no Brasil, de fato, foi interrompida com a quebra do banco Lehman Brothers, e variáveis como comércio, câmbio e crédito foram significativamente impactadas. Desta forma, a elevação da taxa de juros apresentava alguns efeitos negativos sobre a economia, como a transferência de recursos fiscais para credores e também, através dos juros nominais, afetando a remuneração do capital produtivo.

É perceptível a noção de que a moeda afeta as decisões dos agentes e, de maneira consequente, as variáveis reais como produto e emprego. Logo, nota-se que em períodos recessivos, as políticas de quase débito foram importantes para a recuperação de economias em crise e, desta forma, observa a eficácia das políticas e seus efeitos positivos, que poderiam ser adequadas a períodos normais e sem recessão, consequentemente obtendo melhores resultados socioeconômicos.

A recuperação da taxa de crescimento do PIB, a manutenção das atividades econômicas em alguns setores e a redução da taxa de desemprego, em conjunto em um período de crise, alegam que a política fiscal adotada pelo governo federal possuiu sua eficácia em amortecer os efeitos da recessão. O sistema financeiro público teve sua importância no processo de recuperação econômica, operados pelos desembolsos do BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, formando uma via poderosa para proteção dos efeitos recessivos, o que impediu a paralisação de atividades econômicas vitais para o sistema produtivo brasileiro.

Ao levar em consideração o movimento e conservação da balança comercial desde o início da década de 2000, garante-se que o processo de políticas econômicas anticíclicas idealizadas para a rápida manutenção do nível de atividade operou em escala de sucesso ao confirmar o impedimento da redução do nível de emprego. Todavia, a crise financeira de 2008 e sua posterior superação não promoveram medidas estruturais capazes de contornar os problemas enraizados da economia brasileira, como o papel deficiente da indústria na atividade econômica, a fragilidade do sistema financeiro e a fraca dinamização com o comércio internacional. O que fora observado durante a trajetória recessiva recente foi uma suavização de efeitos externos que culminaram, no geral, em uma manutenção do nível de atividade econômica não levando a economia brasileira à uma brusca desaceleração.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. G. de. **Como o Brasil superou a crise**. Carta Social e do Trabalho, n. 9, Campinas, Cesit/Unicamp, jan.- mar. 2010.
- ALVES, R. C.; MONTES, G. C. **O debate acerca dos objetivos e da condução da política fiscal: uma abordagem crítica à visão convencional**. Revista Economia e Sociedade, Campinas, v. 21 n. 2, p. 363-386, ago. 2012.
- ARAÚJO, V. L. de; PIRES, M. Políticas Econômicas para Superação da Crise no Brasil: A ação anticíclica em debate. In: IPEA (Brasília). **Brasil em desenvolvimento: Estado, Planejamento e Políticas Públicas**. Brasília: IPEA, 2010. Cap. 1.
- BAHRY, T. R.; GABRIEL, L. F. **A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos**. In: Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política, João Pessoa/PB. Anpec, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Evolução da Balança Comercial**. Disponível em: <<http://dadosabertos.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 28 nov. 2016.
- _____; **Evolução da Taxa Selic**. Disponível em: <<http://dadosabertos.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 12 dez. 2016.
- _____; **Operações de crédito e arrendamento mercantil líquido de provisões: bancos federais**. Disponível em: <<http://dadosabertos.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 14 dez. 2016.
- BASTOS, C. P. (2001). **Inflação e estabilização**. In: FIORI, J.; MEDEIROS, C. (Ed.). Polarização mundial e crescimento. Petrópolis: Vozes, 2001.
- BARBOSA-FILHO, N. H.; SOUZA, J.A.P. **A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda**. In: SADER, E.; GARCIA, M. A (Orgs.) Brasil: entre o Passado e o Futuro. São Paulo, Boitempo, 2010.
- BELCHIOR, T.; SOARES, F. A. R. **A Crise Financeira Internacional e as Políticas Anticíclicas no Brasil**. XV Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: Tesouro Nacional, 2010.
- BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. **Padrões de investimento e de transformação estrutural na economia brasileira: a era desenvolvimentista (1950-1980) e depois (1981-2003 e 2004-2010)**, Brasília, CGEE-CEPAL, mimeo, 2012;

BORGHI, R. A. Z. **Crise financeira internacional e economia brasileira sob um olhar pós keynesiano**. Campinas: Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia - Setor de Publicações, 2014.

CARVALHO, F. J. C; **A crise econômica internacional em 2010: uma avaliação a meio do caminho**. In: Dossiê da crise II. AKB, 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise-II.pdf>> Acesso em: 14 nov. 2016.

COUTINHO, L. **Entrevista**. *Cadernos do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul.-dez. 2011.

DEOS, S. S. de. **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais**. Porto Alegre. Dissertação (Mestrado em Economia) - Curso de Pós Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1997.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. **Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes**. Estudos Avançados, Universidade de São Paulo, vol. 23, pp.169-188, 2009.

FERRAZ, F. C. **Crise Financeira Global: impactos na economia brasileira, política econômica e resultados**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2013. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/images/posgraduacao/ppge/FernandoFerraz.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2016.

FRENKEL, R. Lições sobre crises financeiras. In: MODENESI, A. de M. **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: Tendências mundiais em uma era de instabilidade**. Rio De Janeiro: Elsevier, 2012. Cap. 1.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Balance of payments statistics. Yearbook 2009**. Washington, D.C.: Fundo Monetário Internacional, 2010.

GARCIA, F.; CASTELO, A. M. **Resultado acima da expectativa e um baixo investimento em 2009**. Revista Conjuntura da Construção (Sinduscon –SP) Ano VII, nº 4, dez. de 2009.

GOBETTI, S.; GOUVÊA, R.; SCHETTINI, B. P. **Resultado Fiscal Estrutural: um passo para a institucionalização de políticas anticíclicas no brasil**. Texto para Discussão No. 1515, IPEA Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, Dez., 2010.

- HAMILTON, C. **Um Panorama das Finanças Públicas Brasileiras 1995/2009**. In: Tributação e Equidade no Brasil. Rio de Janeiro: Ipea, 2010.
- LOPES, F. L. A dimensão da crise. In: BACHA, Edmar L.; GOLDFAJN, I. **Como reagir à crise?** Políticas Econômicas para o Brasil. Rio de Janeiro: Imago, 2009.
- LOPREATO, F. L. C. **Crise econômica e política fiscal:** os desdobramentos recentes da visão convencional. Texto para Discussão IE/UNICAMP n.236. Junho, 2014.
- LOURENÇO, A. L. C. de. **O pensamento de Hyman P. Minsky:** alterações de percurso e atualidade. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 3, dez. 2006.
- MATTOSO, J. O Brasil Herdado. In: GARCIA, Emir Sader, Marco Aurélio et al. **Brasil entre o Passado e o Futuro**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo e Boitempo Editorial, 2010.
- MODENESI, A. de M. et al. **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade:** Tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Rio De Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.
- ORAIR, B; GOBETTI, S. **Governo Gastador Ou Transferidor? Um Macrodiagnóstico Das Despesas Federais No Período 2002 a 2010**. In: Brasil em Desenvolvimento, Estado, Planejamento e Políticas Públicas. Volume I. Rio de Janeiro: Ipea, 2010.
- PALLEY, T. I. Interpretações alternativas sobre a crise econômica: A luta pelo futuro. In: MODENESI, A. de M. et al. **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade:** Tendências mundiais em uma era de instabilidade. Rio De Janeiro: Elsevier, 2012. Cap. 2.
- PAULA, L. F. R. de; JÚNIOR, A. J. A. **Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano**. Revista Análise Econômica. Porto Alegre, Ano 21, n. 39, mar. 2003
- SARAIVA, P. J.; PAULA, L. F. de; MODENESI, A. de M. **A Crise Financeira Americana e as Políticas Monetárias Não-Convencionais**. 2016. Disponível em: <<http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/a-crise-financeira-americana-e-as-politicas-monetarias-nao-convencionais-final.pdf>>. Acesso em: 23 nov. 2016.

RODRIGUES, R.S.; BASTOS, C.P. (2010). **Análise recente das finanças públicas e política fiscal no Brasil**. In: Anais do III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. 2010.

SABÓIA, J. **O salário mínimo e seu potencial para a melhoria da distribuição de renda no Brasil** in Desigualdade de renda no Brasil: uma análise da queda recente, IPEA, 2007.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 02 nov. 2016.

SERRANO, F.; SUMMA, R. **Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000**, Observatório da Economia Global – no. 6 – Março, 2011.

WOLFSON, M. H. **Minsky's theory of financial crises in a global context**. Journal of Economic Issues, Lewisburg: Bucknell University, v. XXXVI, n. 2, jun. 2002.