

**unesp**  **UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA**  
**“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”**  
**Faculdade de Ciências e Letras**  
**Campus de Araraquara - SP**

IMIRA TAIRA RANDO

**O BRASIL E A CRISE FINANCEIRA:**  
políticas econômicas (2008-2014)



ARARAQUARA – SP  
2018

IMIRA TAIRA RANDO

**O BRASIL E A CRISE FINANCEIRA:**  
políticas econômicas (2008-2014)

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa:** Economia Política.

**Orientador:** Prof. Dr. Eduardo Strachman

**CAPES**

ARARAQUARA – SP  
2018

Rando, Imira Taira

O BRASIL E A CRISE FINANCEIRA: políticas econômicas  
(2008-2014) / Imira Taira Rando – 2018  
67 f.

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade  
Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho",  
Faculdade de Ciências e Letras (Campus Araraquara)  
Orientador: Eduardo Strachman

1. crise financeira de 2008. 2. política econômica  
brasileira. 3. instrumentos de política econômica. I.  
Título.

IMIRA TAIRA RANDO

# **O BRASIL E A CRISE FINANCEIRA:** políticas econômicas (2008-2014)

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-graduação da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa:** Economia Política.

**Orientador:** Prof. Dr. Eduardo Strachman  
**CAPES**

Data da Defesa: 20/12/2018.

## **MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:**

---

**Presidente e Orientador:**      **Prof. Dr. Eduardo Strachman**  
Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”

---

**Membro Titular:**                      **Prof. Dr. Guilherme Santos Mello**  
Universidade Estadual de Campinas

---

**Membro Titular:**                      **Prof. Dr. André Luiz Correa**  
Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”

Local: Universidade Estadual Paulista  
Faculdade de Ciências e Letras  
UNESP – Campus de Araraquara

*A Zé Costa e dona Magdalena.*

## **AGRADECIMENTOS**

A meus pais, minha querida irmã e meu tio, por confiarem nessa minha jornada.

Ao meu orientador, Strachman, por toda sua paciência, ajuda, e também pelo seu café.

Aos professores da banca, por me darem a honra de seus enriquecimentos.

Ao professor Rogério, que me deu força em momentos difíceis nesse processo.

Aos demais professores que, juntos, enriqueceram essa jornada.

A Marina e Luana, que foram minha família em terras distantes de casa.

Ao Guilherme, por me guiar.

Aos professores Lincoln e Renato que, antes disso tudo acontecer, já sabiam que seria possível.

Ao professor Marcos, pela compreensão e todo apoio.

Ao Lucas, por segurar minhas mãos.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001, nº do processo 1646420.

## **RESUMO**

Durante a crise financeira internacional de 2008, o governo federal brasileiro fez u políticas para manutenção da atividade econômica através de instrumentos de crédito bancos públicos, assim como a adoção de políticas fiscais e monetárias expansivas. A partir do uso de tais instrumentos, o Brasil apresentou resultados considerados satisfatórios na economia dentro do período da crise nos anos 2008 e 2009. Porém, no ano de 2010 o governo iniciou uma mudança no rumo da política econômica. A partir disso é observado um quadro de piora no desempenho da economia brasileira, ao passo que outros países apresentavam sinais de melhoras em suas economias. Este trabalho tem como objetivo geral compreender por que no Brasil se verificou um aprofundamento da crise financeira internacional de 2008 no período posterior, isto é, entre os anos de 2010 e 2014, e quais fatores contribuíram para isso. A hipótese é que o governo brasileiro reorientou a política econômica a partir de 2010 de modo errôneo, priorizando a austeridade fiscal, o que colaborou para o agravamento da crise no país.

**Palavras-chave:** crise financeira de 2008; instrumentos de política econômica; política econômica brasileira.

## **ABSTRACT**

During the international financial crisis of 2008, the Brazilian federal government policies for maintaining economic activity through public bank credit instruments, as well as adopted expansive fiscal and monetary policies. As a result Brazil presented satisfactory economic results during the crisis of 2008 and 2009. However, in 2010 the government initiated a change of path with the economic policy. That resulted in a worsening performance of the Brazilian economy contrary to the economic improvement in other countries. This dissertation aims to understand the reason for Brazil's delayed deepening in the 2008 international financial crisis, between 2010 and 2014, and to find what factors contributed to this. The hypothesis is that the Brazilian government erroneously changed the perspective of economic policy as of 2010 prioritizing fiscal austerity and in turn aggravating the national crisis.

**Key words:** financial crisis of 2008, economic policy instruments, Brazilian economic policy

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1. Evolução das operações de crédito no Sistema Financeiro segundo o controle de capital

Gráfico 2. Taxa de câmbio nominal

Gráfico 3. Taxa de crescimento das operações de crédito para o setor industrial: BB e BNDES

Gráfico 4. Taxa de crescimento das operações de crédito para o setor rural: BB e BNDES

Gráfico 5. Participação do Setor Financeiro Público no crédito habitacional

Gráfico 6. Taxa de crescimento das operações de crédito da Caixa Econômica Federal para o setor habitacional

Gráfico 7. Variação do PIB em volume (%)

Gráfico 8. Índice de confiança do empresário industrial

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1. Taxa de crescimento anual do investimento público (%)

Tabela 2. Desembolsos do BNDES para projetos do PAC

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

<b>BB</b>	Banco do Brasil
<b>BC</b>	Banco Central
<b>BCB</b>	Banco Central do Brasil
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>CEF</b>	Caixa Econômica Federal
<b>FED</b>	<i>Federal Reserve</i>
<b>FGC</b>	Fundo Garantidor de Crédito
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>IOF</b>	Imposto sobre Operações Financeiras
<b>IPEA</b>	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
<b>IPI</b>	Imposto sobre Produtos Industrializados
<b>IRPF</b>	Imposto de Renda Pessoa Física
<b>PAC</b>	Programa de Aceleração do Crescimento
<b>PIS/COFINS</b>	Programa de Integração Social/ Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
<b>PSI</b>	Programa de Sustentação do Investimento

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>1. Crises no “Universo” Econômico Pós-Keynesiano.....</b>	<b>14</b>
1.1 Crises no “universo” econômico pós-keynesiano.....	14
<b>2. A Crise Financeira Internacional de 2008.....</b>	<b>22</b>
2.1 Antecedentes e origens da crise financeira de 2008 .....	22
2.2 2008: O Colapso .....	25
<b>3. A crise financeira internacional de 2008 no Brasil .....</b>	<b>31</b>
3.1 Cenário brasileiro anterior e imediato à crise .....	31
3.1.1 Atuação dos bancos públicos .....	37
3.1.2 Planos e projetos do governo para o desenvolvimento e crescimento econômico (2008 – 2009).....	42
3.2 O aprofundamento da crise no Brasil (2010 – 2014) .....	47
3.2.1 Medidas macroprudenciais.....	52
3.2.2 Planos e projetos do governo para o desenvolvimento e crescimento econômico (2010–2014) .....	53
3.2.3 Consequências das políticas adotadas no período 2010–2014.....	55
<b>Considerações finais.....</b>	<b>59</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>62</b>

## INTRODUÇÃO

Em 2008, iniciou-se, nos EUA, a maior crise financeira pós Grande Depressão. Possibilitada por um mercado financeiro liberalizado e contaminado por títulos tóxicos, a crise trouxe de volta a discussão sobre o uso de medidas de cunho heterodoxos para conter a depressão e auxiliar o crescimento econômico.

Para conter possíveis avanços dessa crise no Brasil, o governo fez uso de políticas anticíclicas para estimular a demanda e o investimento no país através da expansão monetária e fiscal. Os resultados foram satisfatórios nesse primeiro momento. Porém, a partir de 2010, o governo iniciou uma série de mudanças na orientação da política macroeconômica para evitar problemas na inflação e no crescimento econômico. Entretanto, o resultado observado foi o de piora no desempenho econômico. Este trabalho tem como objetivo principal e geral compreender porque, no Brasil, verificou-se um aprofundamento da crise a partir de 2010 e quais fatores contribuíram para isso. Argumenta-se que o governo brasileiro reorientou a política econômica, a partir de 2010, de modo errôneo, priorizando a austeridade fiscal, o que colaborou para o agravamento da crise no país.

Para compreender porque se verificou um aprofundamento da crise a partir de 2010, no Brasil, esta dissertação se desdobra em três capítulos: O primeiro busca apresentar, de forma breve, uma discussão sobre ciclos econômicos e instabilidade, possibilitando, então, uma maior compreensão sobre a crise. Para isso, utiliza-se da interpretação de autores clássicos heterodoxos sobre a evolução do capitalismo e sua condição intrínseca à crises.

O segundo capítulo apresenta o panorama sobre a crise financeira e suas origens, além de seus efeitos na economia dos EUA e como isso chegou a afetar a economia mundial. Enfatiza-se a atuação do FED na tentativa de conter o avanço da crise.

O terceiro capítulo descreve como essa crise afetou o Brasil e quais as medidas tomadas pelo governo para contê-la. Em seguida, o capítulo busca compreender como se deu a piora do desempenho econômico, a partir de 2010, e quais as medidas tomadas pelo governo. Desse modo, o trabalho encerra-se com uma conclusão acerca das políticas econômicas utilizadas pelo governo entre 2010 e 2014.

## **1. Crises no “Universo” Econômico Pós-Keynesiano**

Para compreender a crise financeira de 2008, é preciso o reconhecimento de que crises financeiras são intrínsecas ao sistema capitalista, inclusive moderno, e não somente frutos de choques eventuais. Para isso, essa dissertação se inicia com este capítulo teórico, que aborda a discussão sobre ciclos econômicos pautados pela revolução feita por Keynes na década de 1930, quando ao mesmo tempo em que refuta a Lei de Say, por meio do princípio de demanda efetiva, afirma que o sistema capitalista possui como caráter intrínseco a instabilidade econômica. O capítulo avança com a contribuição de Minsky para a análise dos ciclos e da instabilidade econômica, também pautada pela teoria keynesiana.

### **1.1 Crises no “universo” econômico pós-keynesiano**

Ao se deparar com a forte crise da década de 1930, Keynes passou a questionar os fundamentos da ortodoxia econômica: desemprego em massa nas principais economias capitalistas; recessão e falha no suposto mecanismo automático de ajuste econômico que não eram explicados pelas teorias aceitas até então. Em 1936, Keynes publica seu livro *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, afastando-se definitivamente da ortodoxia e revolucionando o pensamento econômico.

Dentre as contribuições da Teoria Geral encontra-se uma breve análise de ciclos econômicos, a fim de mostrar que o sistema capitalista tem como caráter intrínseco alguma instabilidade. Keynes passa a afirmar que o comportamento individual dos agentes pode gerar crises, rompendo o funcionamento das forças de ajuste do livre mercado.

Em sentido oposto, a possibilidade de ocorrer crises no sistema capitalista é descartada pela Lei Say. Nela, o processo produtivo é o gerador de renda e também a fonte da demanda. Acredita-se, a partir dessa lei, que ao se pensar em um sistema econômico inerentemente estável que a economia possua mecanismos de autoajuste de pleno emprego, entre oferta e demanda. Desse modo, crises no capitalismo só ocorreriam por motivos exógenos e de modo temporário.

Ao refutar a Lei de Say, Keynes afastou-se da ortodoxia. Para explicar os ciclos econômicos e negar tal teoria, era preciso inverter a causalidade da determinação entre

renda e gasto. Para tanto, Keynes utilizou-se do princípio de demanda efetiva: decisões individuais dos agentes sobre os gastos na aquisição de bens e mercadorias, que determinam o fluxo monetário total de receitas (POSSAS, 1987). As decisões individuais dos agentes descartam o funcionamento do “mecanismo automático de ajuste” da economia e envolvem conceitos de expectativas e incerteza.

Um ponto importante na teoria keynesiana sobre os ciclos econômicos é a noção de tempo, sendo que Keynes leva em conta, sobretudo, o tempo histórico. Ele possui como característica a irreversibilidade, que permite adotar a incerteza como fator importante para a decisão sobre investimento e produção. A incerteza, nessa acepção, diferentemente do risco, não está sujeita a cálculos probabilísticos. O próprio estado de incerteza é variável, já que há desconhecimento acerca do futuro. Assim, em um mundo onde existe incerteza, as informações disponíveis aos empresários não podem dar completo respaldo a suas expectativas, tornando necessário um “grau de confiança” sobre as decisões a serem tomadas.

Outro ponto a ser considerado é a preferência pela liquidez, também presente em um mundo incerto. Afinal, o dinheiro pode ser demandado como reserva de valor, o que possibilita um “prêmio” por sua liquidez (KEYNES, 1936). Ao mesmo tempo, em momentos de maior desconfiança, os agentes passam a demandar liquidez por motivo precaução ou especulação, buscando cada vez mais a moeda, já que os próprios agentes entendem a liquidez como uma “escala” onde a moeda é o ativo mais líquido (MACEDO e SILVA, 1999). A Teoria da Preferência pela Liquidez apresentada por Keynes (1936) considera que sistemas macroeconômicos e financeiros são determinados por um sistema estocástico (onde o estado é indeterminado, tendo origem em eventos aleatórios) não ergódico, ou seja, resultados futuros não podem ser previstos com base em dados do presente e passado. (DAVIDSON, 2011). Nesse mundo real e incerto, os mercados financeiros públicos devem proporcionar liquidez aos demais

Keynes foca nos determinantes da demanda “agregada”, composta por consumo e investimento sendo que a demanda do último depende das expectativas de lucro futuro dos empresários (eficiência marginal do capital) e da taxa de juros. Além disso, as expectativas quanto ao rendimento futuro dos bens de investimento - ou seja, a eficiência marginal do capital - estão relacionadas não apenas à escassez, ou não, desses bens.

As expectativas de curto prazo, por outro lado, estão relacionadas aos preços e quantidades que o empresário espera obter por sua produção acabada. Enquanto as expectativas de longo prazo dizem respeito ao quanto o empresário espera ganhar sob a

forma de retornos futuros – que normalmente incorporam vários períodos de produção – ao comprar produtos acabados e adicioná-los ao seu capital (CARVALHO, 1988).

Para Keynes (1936), o ciclo econômico deve ser tratado como resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital, sendo agravado por modificações que acompanham outras variáveis do sistema econômico capitalista. Por exemplo, o aumento da demanda por moeda, para fins especulativos, culmina no aumento da taxa de juros, o que também se reflete na eficiência marginal do capital, quando comparada às taxas de juros com prazos similares e, portanto, nos investimentos.

Keynes (1936) ainda aponta que o auge da expansão, que pode culminar em crise, pode também resultar na combinação de uma taxa de juros elevada, que estimula o caráter especulativo dos agentes, com as expectativas enganosas de tais agentes. O *boom* é marcado pelo excesso de otimismo frente à taxa de juros vigente. Porém, não faria sentido manter a taxa de juros elevada para conter o auge da expansão econômica, o que desestimularia os investimentos.

O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim uma semidepressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente um *quasi-boom!* (KEYNES, 1936: 300).

A crise econômica seria uma das características do próprio ciclo econômico. Keynes (1936) afirma que o movimento entre a fase ascendente para a descendente da economia pode ocorrer de modo mais repentino e violento. Já a transição entre a fase descendente para uma fase ascendente é lenta.

Com o colapso na eficiência marginal do capital, observa-se um aumento do pessimismo e da incerteza entre os agentes, gerando um aumento na preferência pela liquidez, com um aumento da taxa de juros, ocasionada pela elevação da demanda por ativos mais líquidos. A queda na eficiência marginal do capital em conjunto com esse aumento da taxa de juros agrava a situação de queda nos investimentos da economia (KEYNES, 1936). Isso pode provocar também uma queda no nível de consumo, mesmo sendo o momento em que a economia precisa que este seja maior, de modo mais estável à demanda de toda a economia.

Minsky (1991) afirma, baseado em Keynes, que o desenvolvimento de uma economia capitalista moderna gera, naturalmente, condições propícias à instabilidade financeira, ou seja, as decisões dos agentes ocasionam uma série de débitos e créditos que

podem, ou não, ser pagos por meio dos resultados dessas decisões. Ele aponta, dentro da hipótese de instabilidade financeira, que “períodos de estabilidade (ou de tranquilidade) são transitórios na economia capitalista moderna” e, ressalta que desde a II Guerra Mundial essa instabilidade natural da economia vinha sendo mantida sob controle (MINSKY, 1986).

A instabilidade econômica, tão evidente desde o final dos anos 1960, é o resultado de um sistema financeiro frágil que emergiu a partir de mudanças cumulativas nas relações financeiras e das instituições ao longo dos anos subsequentes à Segunda Guerra (MINSKY, 1986, p. 4).

Minsky utiliza-se de conceitos keynesianos sobre a decisão de investir como o rendimento esperado, custos que envolvem a manutenção dos ativos e o prêmio pela liquidez. Ele também inclui pagamentos relacionados com o passivo das firmas e o fluxo de caixa, utilizado para pagamentos a curto e longo prazo. Leva em conta, ainda, as relações financeiras de uma economia capitalista moderna, afirmando que as decisões do sistema bancário influenciam na oferta monetária e também na decisão sobre investimentos. Para ele, é importante notar que na estrutura do capitalismo moderno, a moeda é acompanhada por outros ativos financeiros, além de contratos (de crédito e débito) entre agentes, com especulação em busca de maiores lucros e incerteza, os quais influenciam diretamente na acumulação de riqueza.

A hipótese de instabilidade financeira é discutida por Minsky (1986) através de duas proposições: A primeira afirma que o livre mercado não é capaz de gerar um equilíbrio sustentado que proporcione estabilidade de preços e pleno emprego. A segunda afirma que existe um ciclo de negócios, devido a propriedades financeiras essenciais do capitalismo. Ambas as proposições, é claro, divergem da teoria neoclássica. A visão de instabilidade financeira aponta também que ocorrem mudanças nas estruturas institucionais, de acordo com o desenvolvimento da economia. Assim, Minsky afirma que a trajetória da economia depende, entre outras variáveis, do momento histórico das instituições, das práticas e das políticas adotadas.

Uma economia capitalista é, então, instável também graças a forças endógenas ligadas aos processos de financiamento, capazes de transformar um sistema relativamente estável no qual se torna necessário o crescimento de dívidas, investimentos, lucros e preços (ou quantidades), para a prevenção de recessões ou depressões (MINSKY, 1982).

Ainda segundo Minsky, as atividades econômicas e as relações financeiras que levam ao crescimento econômico resultam, ao mesmo tempo, na fragilidade de tais economias, as quais dependem, ademais, de um “sistema de confiança”. Esse processo, que envolve confiança está relacionado às expectativas da renda futura e/ou dos retornos dos que assumem dívidas e/ou adquirem ativos.

Para Minsky, o investimento – e sua ligação com o preço dos ativos produtivos – é peça fundamental para a compreensão da instabilidade financeira. Sendo também um fenômeno financeiro, o investimento envolve o preço dos ativos, as condições de crédito, os fluxos de caixa e os pagamentos previstos. O preço dos ativos produtivos e financeiros está também ligado à expectativa de retorno do fluxo de caixa, à taxa de capitalização e às obrigações previstas.

A dinâmica do capitalismo depende de que a renda do capital e, portanto, também dos investimentos, mantenha um nível suficiente para saldar dívidas passadas. Quando isso não ocorre, os preços dos ativos produtivos tendem a cair, afetando também a demanda de bens de investimentos. Desse modo, Minsky explica as fases transitórias da economia a partir das relações financeiras e da incerteza acerca dos cálculos de rentabilidade das aplicações de capital.

A política econômica pode influenciar a tendência para a instabilidade ao afetar os processos de investimento, salários e o orçamento público, mas, na estrutura capitalista, a instabilidade não pode ser completamente erradicada (MINSKY, 1986, p.192).

Cabe ressaltar que as condições de financiamento afetam o preço de demanda por ativos de capital e o preço de oferta de bens de investimento, sendo o preço de oferta dos bens também afetados pelas taxas de curto prazo. Decisões quanto à política econômica ou processos internos do sistema bancário e financeiro podem afetar também as taxas de juros de curto e de longo prazos, acarretando na variação dos preços de oferta dos bens de investimento, podendo também ocasionar uma queda ou aumento da Bolsa e dos preços de títulos (MINSKY, 1986). Já o preço de demanda dos ativos pode cair com o aumento das taxas de juros de longo prazo, podendo ficar abaixo do seu preço de oferta, interrompendo o investimento.

Para os empresários, a decisão de portfólio está ligada à busca pela acumulação de riqueza, a partir de suas expectativas, sendo parte essencial da decisão sobre os

investimentos. Isso está conectado também às expectativas de crescimento e aos níveis de produção e emprego (KEYNES, 1936). O modo como o empresário financia sua compra de ativos também pode interferir na sua decisão de investimento; por exemplo, essa compra pode se dar através dos lucros acumulados ou a partir de captações no mercado financeiro.

Na sua análise de instabilidade, Minsky inclui, como visto, os pagamentos envolvidos com a estrutura dos passivos das unidades econômicas. A decisão a ser tomada pode ser optar pelo aumento do passivo ou redução da liquidez dessas unidades. A partir disso, deve-se incluir nas análises de rentabilidade micro e instabilidade macro, os financiadores potenciais, como bancos e outras instituições financeiras. Tais instituições são responsáveis por financiar, ou não, aquisições, incorporações e controle de capital. Assim, as condições de crédito influenciam diretamente as decisões de investimento no sistema capitalista. Estas decisões, sempre especulativas, estão relacionadas ao modo como se financia a aquisição do novo capital e de outros ativos, levando em conta os rendimentos futuros e as condições vigentes de crédito.

O investimento não somente afeta o produto agregado, a distribuição de renda e a capacidade produtiva, mas, numa economia capitalista, também deixa marcas na estrutura financeira (MINSKY, 1986, p. 222).

Caso haja um aumento da demanda por moeda pelas firmas, essas podem negociar ativos e/ou buscar refinar seus débitos, enquanto, pelo lado do sistema financeiro, a elevação das margens de risco pelos bancos ocasiona uma piora nas condições de crédito. A partir desses desenvolvimentos, as firmas reavaliam a possibilidade de aquisição de novos ativos, podendo conduzir um declínio do investimento, já que o comportamento das firmas e a dinâmica da economia capitalista são influenciados pela estrutura do passivo das próprias firmas.

O estoque acumulado de dívidas pode levar as firmas a refinar seus passivos. O aumento da demanda por moeda para saldar ou refinar os passivos pode levar a economia de um *boom* para a recessão, já que há uma tendência de aumento das despesas referentes a esses passivos. Isso faz com que, cada vez mais, uma parcela dos rendimentos seja destinada ao pagamento de obrigações. Possíveis razões para essa dinâmica seriam o

aumento do preço de matérias-primas, redução dos prazos para pagamentos, elevação da taxa de juros, etc.

Um *boom* de investimentos capaz de reduzir a liquidez aumenta a proporção de capitais de terceiros em relação ao capital próprio, tanto nos tomadores de empréstimos quanto nas instituições financeiras. Uma interrupção de um *boom* ocorre quando as taxas de juros de curto e longo prazo sobem – muitas vezes, como firmado por Keynes, após uma queda na eficiência marginal do capital - contendo o ânimo e revertendo as estimativas de investimentos e os preços de mercado dos ativos de capital. Dependendo da liquidez na economia, do tamanho relativo e da atuação do setor governamental, essa interrupção do *boom* pode levar a uma crise financeira, a uma deflação de ativos e a uma recessão (MINSKY, 1986).

No sistema capitalista moderno, devemos ainda levar em conta o processo de globalização financeira que traz maiores riscos aos investimentos internacionais. Isso ocorre pelo volume extraordinário de recursos comandados por instituições internacionais, gerando maior volatilidade de capitais e ocasionando maiores riscos e incertezas sobre crises financeiras e econômicas em nível global (GONÇALVES, 2002). Assim, as economias nacionais deparam-se cada vez mais com potencial instabilidade de seus mercados domésticos e com maior vulnerabilidade externa (GONÇALVES et al., 1998).

Em suma, uma crise resulta também das – e tem consequência sobre as – relações financeiras no interior do sistema capitalista moderno. Uma crise financeira ocorre quando há uma necessidade generalizada de realizar posições mediante venda de ativos, levando a uma deflação dos preços dos ativos utilizados como reserva de liquidez. A crise econômica ocorre a partir de efeitos sequenciais entre crise financeira, quedas de investimento e da demanda agregada por bens e serviços, não necessariamente nessa ordem (MINSKY, 1982; 1986; 1991). Como efeito, podemos observar uma queda de renda e receitas, ampliação de capacidade ociosa, aumento do nível de desemprego, quebra de firmas com passivos insolventes, recessão, ou mesmo depressão etc.

De acordo com Wolf (2015), as crises provocam também mudanças institucionais na política em nível nacional e global, como de fato ocorreu durante a crise financeira de 2008.

Segundo Minsky (1986), a fim de manter a tomada de empréstimos e facilitar o financiamento para empresas, em períodos nos quais a tendência é que tais instrumentos sejam contraídos, o governo deve manter a capacidade de endividamento das firmas, na

tentativa de manter certo nível de demanda e produção na economia. Nesse sentido, o governo é capaz de interromper uma recessão econômica, através do efeito multiplicador de seus gastos. Ou seja, os déficits governamentais agindo sobre as receitas e nível de emprego, podem ser utilizados como ferramenta para barrar uma recessão. Isso ocorre porque os gastos do governo – que podem se dar através da manutenção de empregos, contratos e despesas –, podem sustentar a demanda preservando os lucros dos empresários. Assim, esses tenderão a manter o nível de produção, emprego e investimentos. Ademais, o aumento do déficit governamental tem, como contrapartida, um aumento no superávit privado, ampliando sua liquidez. Essa ação é chamada de *Big Government* por Minsky e, sem ela, os investimentos privados tenderiam a cair, a partir de instabilidades, reduzindo os investimentos, o nível de emprego e renda, e consequentemente, a demanda.

## 2. A Crise Financeira Internacional de 2008

O segundo capítulo apresenta um panorama sobre a crise financeira de 2008, mostrando suas raízes dentro do contexto da desregulamentação do mercado financeiro dos EUA a partir da década de 1980. A segunda parte deste capítulo adentra na crise de 2008, com seus efeitos sobre a economia dos EUA a partir da queda dos preços dos imóveis, já desde 2006, e dos títulos tóxicos nos mercados imobiliário e financeiro. O capítulo se encerra com a atuação do *Federal Reserve* (FED) com o objetivo de barrar os efeitos dessa crise na economia dos EUA.

### 2.1 Antecedentes e origens da crise financeira de 2008

Após a Grande Crise de 1929, um em cada cinco bancos faliu no território dos EUA. Esse panorama fez com que o Senado organizasse uma audiência na qual se chegou à conclusão de que os bancos comerciais estavam aumentando suas atividades de subscrição<sup>1</sup>. A partir disso, o Senado aprova uma lei por meio da qual proíbe bancos de subscreverem títulos, ou seja, as instituições financeiras deveriam escolher entre ser um banco mutuante ou um banco subscritor (DAVIDSON, 2011). Isso possibilitou ao FED, maior controle sobre as atividades bancárias, além de fazer com que se tornassem ilíquidos os empréstimos hipotecários originados em bancos.

As origens da crise de 2008 podem ser buscadas na década de 1980, quando o governo do EUA iniciou uma política de liberalização financeira. A ideia de “Estado pequeno” volta às discussões centrais e o governo passa a ter como foco, ao menos em termos do que apregoa publicamente, a postura de assegurar as relações de mercado, intervindo o mínimo possível. A partir daquela década, passou-se a não ver mais diferenciação entre instrumentos e instituições de crédito, por um lado, e mercado de capitais, por outro. O mercado bancário tradicional passou também a competir com firmas de corretagem que ofereciam juros altos para depositantes. Para competir dentro desse novo cenário, o FED volta a permitir que bancos promovessem atividades de subscrição de títulos.

O FED passa, então, a não ter mais a mesma dinâmica para realizar política monetária com autonomia, já que a liquidez pode ser criada também fora do sistema

---

<sup>1</sup> O Senado dos EUA havia observado que no início do século XX, investidores estavam sendo prejudicados por bancos que promoviam venda de títulos que apenas beneficiavam estes próprios bancos.

bancário. Ou seja, o FED deixa de ser o gestor da dívida pública e do crescimento econômico e começa a ser um agente independente do governo, buscando estabilizar a inflação – quando necessário – utilizando, como principal instrumento, a taxa de juros de curto prazo (BULLIO, 2015). Nesse sentido, o FED deixa de ter o papel de financiador de última instância, como defendido por Minsky (1986), o que poderia impedir o colapso do sistema financeiro, caso isso viesse a ser iminente – e foi exatamente o que ocorreu, como veremos adiante. Em geral, pode-se dizer que essa postura obteve sucesso (em face aos seus objetivos) até o período que antecede a crise de 2008, pois observou-se uma inflação muito baixa e com pouca volatilidade.

Na década de 1990, o FED passou a seguir o chamado Novo Consenso Monetário<sup>2</sup>, no qual, a atuação da autoridade monetária é independente do governo, devendo também ser transparente. Ao seguir esse modelo, busca-se uma melhor comunicação com a sociedade e o mercado, ao mesmo tempo em que, ao menos teoricamente, afasta-se da esfera política e traz mais “técnicos” e “especialistas” sem viés político para as decisões monetárias. Não podemos esquecer que prevalece, como objetivo central, a busca por uma inflação baixa e estável. Para tal, a taxa de juros de curto prazo deve ser a única variável controlada diretamente pelo BC. E nesse contexto, o BC não deve emitir moeda para financiar os gastos públicos, já que essa atitude apresentaria um viés inflacionário. Logo, sendo a taxa de juros de curto prazo o único instrumento direto ao alcance da autoridade monetária, os demais preços como a taxa de câmbio e a taxa de juros de longo prazo são determinadas pelo mercado. Esse arcabouço leva em conta a racionalidade dos agentes que, portanto, interpretariam “corretamente” os sinais dados pelo BC, garantindo, assim, a eficiência do mercado.

Portanto, a crise financeira de 2008 iniciou em um ambiente muito propício: mercado desregulado, taxas de juros baixas e excesso de liquidez, crescimento quase que incontrolável de empréstimos *subprime* (além da conhecida bolha imobiliária) e déficits fiscal e em transações correntes dos EUA. O equivalente, em valor, a entre dois terços e três quartos do PIB dos EUA estava relacionado ao mercado imobiliário.

A bolha imobiliária, como se sabe, foi bastante baseada em mutuários que apresentavam maior risco (*subprime*), com os pagamentos de tais mutuários sendo garantidos por hipotecas, daí o nome dos títulos (TAH – títulos apoiados em hipotecas). O grande problema dos títulos derivados destas hipotecas é que o comprador não

---

<sup>2</sup> Formado a partir das escolas de pensamento Neoclássica e Novos-Keynesianos.

consegue saber quantos empréstimos não pagos havia dentro de um TAH, o que era quase impossível conseguir repassá-los (DAVIDSON, 2011), não fosse a “aspersão da água benta” das avaliações máximas a estes títulos (Galbraith, 2010; 2011), pelas agências de *rating*. Porém, os bancos originadores destes empréstimos hipotecários, que continuaram detendo parte desses títulos e, por isso, mostraram-se quase todos praticamente insolventes, como veremos a seguir.

O setor financeiro liberalizado fez com que a economia mundial apresentasse na década de 2000, crescimento acelerado na lucratividade do setor financeiro; e aumento do endividamento privado em países com renda mais elevada (WOLF, 2015, p.42), como EUA, Reino Unido e alguns países da União Europeia. Com o processo de liberalização financeira no EUA, instituições financeiras passaram a escolher onde e como operar, incluindo mercados antes reservados apenas à grandes bancos comerciais, bancos regionais etc.

Na década de 2000, com o aumento da competição no mercado financeiro, resultante da somatória de políticas liberais com o processo de globalização financeira, bancos e instituições financeiras buscaram maiores lucros através de novos mercados. Um dos mercados mais promissores encontrados naquele momento foi o de financiamento imobiliário dos EUA (CARVALHO, 2008), cuja alta alavancagem ofereceu, por um bom tempo, alta lucratividade. E este mercado foi ampliado por meio dos empréstimos *subprime*, que proporcionavam *mark-ups* bem mais elevados aos financiadores.

O mercado *subprime* é composto por hipotecas de maior risco, também consideradas de segunda linha. Foi criado incorporando pessoas e empresas que antes eram excluídas das operações de crédito nos EUA, por não receberem boa avaliação quanto aos critérios para liberação de crédito – renda baixa ou instável, falta de garantias (colaterais), histórico desfavorável como pagadores ou mesmo convencimento dos credores da desnecessidade de os devedores apresentarem toda a documentação exigida, etc. Além dessas características, as operações com *subprime* eram de longo prazo (geralmente 30 anos) para sua liquidação. Nos primeiros meses ou anos, a taxa de juros muitas vezes era fixada em um patamar extremamente baixo, seguido de uma elevação após o segundo ou terceiro ano e mantendo reajustes periódicos baseados em taxas de mercado (TORRES FILHO, 2008).

Portanto, concederam-se empréstimos hipotecários para credores que muitas vezes não tinham como honrar seus compromissos ou que não o teriam caso houvesse um

aumento na taxa de juros. Por outro lado, como visto, é certo que uma série de financiamentos *subprime* foi concedida a tomadores que teriam condições de serem *prime*, caso não tivessem sido incentivados a tomarem empréstimos menos vantajosos, muitas vezes de forma fraudulenta. Desse modo, a crise iniciou-se em um mercado de alto risco, com contratos de hipotecas com taxa de juros iniciais muito baixas, a fim de atrair tomadores para esses empréstimos, mas com juros que variariam posteriormente, aumentando o comprometimento da renda e endividamento dos seus tomadores. Algumas famílias, após a crise, mantinham dívidas que superavam o valor de seus imóveis, já que o valor de algumas hipotecas excedia o valor de mercado.

Muitas das hipotecas só eram viáveis, então, em um mercado imobiliário perenemente com preços crescentes. Porém, em algum momento, o preço dos imóveis pararia de aumentar e/ou o calote por parte de alguns devedores teria uma ampliação, tornando preciso reavaliar os riscos de inadimplência. A desconfiança atingiu investidores e instituições que detinham títulos similares aos das hipotecas e também os compradores desses títulos. No momento em que houve as primeiras quedas na rentabilidade de fundos baseados nesses ativos, ainda em 2007, investidores ou instituições detentoras deles tentaram repassá-los, mas não encontraram um mercado disposto a adquiri-los. Conseqüentemente, os preços dos títulos sofreram forte queda, atingindo o patrimônio de diversos bancos, instituições financeiras e empresas que os possuíam.

## **2.2 2008: O Colapso**

O ambiente descrito acima, totalmente propício para uma crise, foi uma surpresa para muitos investidores, pegos desprevenidos, ainda que fosse dado como certo, por outra parte dos agentes. Wray (2009) destaca que o governo dos EUA deveria ter agido rapidamente, a fim de evitar a crise, ainda em suas origens. Essa ação, segundo ele, deveria se dar via promoção de liquidez para instituições e auxílio ao refinanciamento de hipotecas das famílias americanas

Na realidade, em retrospectiva, foram necessários poucos meses para o problema de crédito hipotecário evoluir para um verdadeiro colapso nos mercados financeiros. A iliquidez dos TAH passou para títulos cotados em leilão e mercados de ativos negociáveis (DAVIDSON, 2011) – não havia confiança de que qualquer mercado conseguiria manter-

se ordenado e com preços estáveis. Ainda em 2008, a crise tornou-se sistêmica, mostrando limitações do sistema de regulação e supervisão bancária e financeira. Os derivativos de crédito e produtos lastreados em crédito imobiliário replicaram os prejuízos, até mesmo estagnando, em um primeiro momento, o mercado interbancário (FARHI et al., 2009) e os empréstimos para empresas, mesmo para as maiores e mais sólidas.

Ben Bernanke, que assumiu a presidência do FED em 2006 (permaneceu no posto até 2013), era um especialista da Grande Depressão e também havia estudado a política monetária japonesa num ambiente com taxa de juros próximo a zero e propensão à deflação. Bernanke, durante o período da crise, fez uso de instrumentos tradicionais e também não-tradicionais, para lidar com o mercado. Segundo Hermann (2008), no início da crise, o FED preocupou-se mais com a inflação – seguindo o modelo padrão construído a partir da década de 1980, o qual destacava o papel das políticas monetárias entre as políticas econômicas e, entre estas políticas monetárias, enfatizava a função dos Bancos Centrais no controle da inflação. Porém, a inflação que estava controlada e baixa, com o FED passando, assim, a atuar de forma fortemente expansiva<sup>3</sup>. Nesse primeiro momento, o FED também buscou atuar, com operações de redesconto e de *open-market*, porém em meio a um corpo muito mais amplo e heterodoxo de medidas (FELKERSON, 2011).

A questão discutida no primeiro momento era por quê mercados de títulos falharam, possibilitando a venda de tantos títulos duvidosos ou de derivativos baseados neles e, mais ou menos neste mesmo sentido – dados os vários problemas de informação e, portanto, precificação incorreta, entre outros – por que investidores não conseguiram se livrar desses títulos em troca de ativos mais líquidos? É claro que essa pergunta, dadas as “imperfeições” acima, não poderia ser respondida baseada na Teoria dos Mercados Eficientes e, por isso, a Teoria da Preferência pela Liquidez de Keynes (1936) mostrou-se novamente essencial.

De fato, o crescimento da maior economia do mundo desacelerou subitamente, levando-se a incerteza para além das fronteiras dos Estados Unidos. Observava-se, então, o início de uma crise econômica e financeira de proporções desconhecidas em quase setenta anos:

Os Estados Unidos e o mundo se viram diante de uma crise que era financeira e econômica ao mesmo tempo.

---

<sup>3</sup> Antes da crise, o Fed também atuou expansivamente, visto que a inflação se manteve estável e baixa (Greenspan, 2007) Para uma visão contrária a este argumento, cf., entre outros, Taylor (2009) e Wallison (2009a; 2009b).

A crise econômica tinha vários componentes: havia uma bolha imobiliária residencial em desenvolvimento, que logo foi seguida por problemas imobiliários na área comercial. A demanda caiu, à medida que as famílias viram entrar em colapso o valor das suas casas (e também o das ações que possuíam) e sua própria propensão a contrair empréstimos. Ocorreu um ciclo negativo de estoques: os mercados de crédito congelaram, a demanda caiu e as empresas reduziram seus estoques o mais rapidamente possível. E veio o colapso na indústria americana (STIGLITZ, 2010, p.38).

Antes da crise, a desregulamentação dos mercados já havia se expandido também em outros países. Várias instituições financeiras na Europa igualmente faziam operações com títulos “tóxicos” dos EUA. Assim que a economia do EUA iniciou sua crise, tais instituições europeias sofreram os efeitos, não só pelas operações com títulos *subprime*, mas também com aplicações feitas com bancos americanos. Dessa forma, na Europa, mercados de crédito também estagnaram e ativos financeiros passaram a ser ofertados a preços extremamente baixos.

Logo, com EUA e Europa afetados pela maior crise financeira pós a Grande Depressão, vários países pelo mundo foram afetados, de uma forma ou outra, pela queda na demanda global. Stiglitz (2010, p. 65) afirma que “enquanto a crise americana começou no setor financeiro e depois se expandiu para o resto da economia”, em muitos outros países, inclusive os em desenvolvimento, em direção oposta, os problemas econômicos afetaram (posteriormente) o setor financeiro.

Como mencionado anteriormente, o FED, antes da crise, havia adotado posições tradicionais em política monetária. Afinal, a ideia seguida era de que bancos de investimentos não precisavam de seu apoio e nem de uma regulação específica. No entanto, alguns acontecimentos fizeram essa postura mudar. Como apontado por Minsky, a razão primordial para a existência do FED se revelou quando o mercado financeiro ficou próximo de um colapso: “no papel de financiador de última instância ele injeta reservas no sistema e socorre os bancos para impedir a implosão do sistema financeiro” (MINSKY, 1986, p. 283).

Em março de 2008, o quinto maior banco de investimentos dos EUA, o Bear Stearns, mostrava problemas de liquidez. A intervenção do FED veio através do financiamento de ativos ilíquidos associados a hipotecas, no valor de US\$ 30 bilhões

(GUERRERA, 2008). Evitou-se, assim, que os títulos do Bear Stearns fossem vendidos abaixo do custo no mercado, que já se encontrava em queda. Desse modo, a pressão de vendas no mercado financeiro foi amenizada, mesmo que temporariamente. Esse processo foi intermediado através de outro gigante, o JP Morgan, o qual, como banco comercial, tinha acesso à janela de descontos do FED. Porém, em menos de um mês, o JP Morgan comprou o Bear Stearns por um preço abaixo do mercado. No mesmo ano, em setembro, ocorreu a falência do gigante Lehman Brothers, mas, agora sem intervenção do FED que, no entanto, teve, ainda naquela semana, que fornecer um empréstimo de US\$ 85 bilhões à seguradora internacional, inclusive de títulos financeiros, AIG. A partir de então, o FED teve que intervir mais fortemente, lançando vários programas para socorrer o mercado (FELKERSON, 2011). Alguns desses programas permaneceram até 2010, como as operações de *swap* com moedas de outros BCs.

Bullio (2015), aponta que o FED chegou a transferir certos tipos de ativos quase inteiramente para seu próprio balanço. O socorro também envolveu resgate de instituições, garantias em aquisições, fusões planejadas pelo próprio FED e empréstimos para bancos e *shadow banks*<sup>4</sup>. Segundo Stiglitz (2010, p.211), no período da crise o FED mais que dobrou seu balanço, saindo de US\$ 942 bilhões em setembro de 2008, para mais US\$ 2 trilhões em dezembro de 2008. Essas ações do FED durante a crise de 2008 são apontadas como a sua maior resposta frente à uma crise.

A atuação do FED deu-se também através da taxa de juros, a qual foi reduzida de 5,75% em setembro de 2007, para 0,25% em dezembro de 2008, proporcionando maior liquidez para a economia. Porém, essa liquidez não produziu o efeito desejado, já essa liquidez não se transformou em empréstimos efetivos pelos bancos comerciais – os quais preferiram, muitas vezes, aplicar em títulos públicos – mesmo com o suporte do FED, havendo, então, um forte congelamento do mercado financeiro. Como adição a essa tendência, parte dos fundos de algumas empresas eram captados diretamente no mercado, não somente ou principalmente de bancos (ZENDRON, 2006).

Portanto, o FED passou a ser, além de prestador de última instância, um prestador de **primeira** instância, auxiliando diretamente algumas grandes empresas a sustentar o mercado, através do programa *Commercial Paper Funding Facility*, criado

---

<sup>4</sup> Sistema bancário informal e não regulamentado, também conhecido como Sistema Bancário Global na sombra ou paralelo, esse sistema inclui agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não têm acesso aos seguros de depósitos ou operações de redesconto dos bancos centrais. Tais instituições não são supervisionadas, muitas não possuem reserva de capital e acesso seguro aos depósitos (CINTRA; FARHI, 2008).

ainda em 2008. Entre as grandes empresas que recorreram ao auxílio do FED estavam a General Electric, Caterpillar, Verizon, Harley Davidson, McDonald's e Toyota. Por exemplo, no caso da GE, o auxílio através de *commercial papers*, criado pelo FED, foi de US\$ 16 bilhões (CARDEAL, 2010). Além do auxílio para grandes empresas, o FED também utilizou seus programas de swap e *commercial papers* com bancos centrais de países estrangeiros.

Os Bancos Centrais dos países desenvolvidos também utilizaram políticas não-convencionais que proporcionaram a implementação de programas de compra de ativos. Na Europa, o BCE reduziu a taxa de refinanciamento de 4,25% em outubro de 2008 para 1% em maio de 2009, essa taxa incide sobre operações de refinanciamento de longo prazo (*Long-term Refinancing Operations – LTRO*) para bancos comerciais. Tais operações ampliaram o balanço do BCE, mostrando o significativo aumento dos empréstimos até 2012. Na Inglaterra, o BC reduziu a taxa básica de 5,75% em dezembro de 2007, para 0,5% em março de 2009. Assim, políticas não convencionais adotadas por Bancos Centrais no período, envolveram expansão da base monetária, além de compras de ativos de longo prazo. Os objetivos de tais medidas foram aumentar a oferta de moeda, auxiliar no financiamento de bancos privados e estimular a oferta de crédito no mercado financeiro (WOLF, 2015).

A interdependência entre países emergentes e países desenvolvidos, formando canais de transmissão entre os mesmos, fez com que a crise também afetasse os países de “fora” do centro financeiro. Um dos efeitos observados foi a forte depreciação cambial. Entre os principais países emergentes do globo, apenas a moeda chinesa não depreciou com a eclosão da crise (PRATES; CUNHA, 2009). A dependência das *commodities* pela maioria desses países fez com que os efeitos sobre o câmbio afetassem fortemente suas economias.

No caso dos países da América Latina, inclusive do Brasil, a tendência de alta nos preços das *commodities*, observada no período anterior à crise, fez com que o câmbio se sustentasse inicialmente, porém, com a queda na demanda global, essa tendência se inverteu a partir do terceiro trimestre de 2008, levando a uma depreciação cambial nessas economias. Além disso, nesses países observou-se uma forte fuga de capitais, agravada com a quebra do Lehman Brothers. A maior integração comercial e financeira entre os países ocasiona grandes consequências em países com maior fragilidade à um choque global. Segundo Borges (2017), 43% da variação do crescimento das economias da América Latina pode ser explicado através de choques globais, se analisado um período

que compreende os anos entre 1960 e 2015. Porém, esse percentual cresce se feito um corte no período entre 2003 e 2015.

Os governos dos países emergentes agiram de forma a evitar maior depreciação cambial, além de tentar conter a fuga de capitais através do aumento da taxa de juros. Outros planos também entraram em ação, como o apoio a bancos comerciais, garantias aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira, com alguns ainda recorrendo ao socorro do FMI, que criou uma linha de liquidez de curto prazo. Como já explicado, o FED atuou na ajuda a bancos centrais estrangeiros através de uma linha de crédito em operações de *swaps*, já em 2008 (PRATES; CUNHA, 2009). Os bancos centrais do Brasil, Cingapura, Coreia do Sul e México utilizaram esse programa de auxílio do FED.

### **3. A crise financeira internacional de 2008 no Brasil**

Este terceiro e último capítulo descreve o ambiente econômico em que se encontrava o Brasil antes e durante à crise financeira de 2008 e, quais foram seus efeitos sobre a economia do país. O objetivo é apresentar como o governo brasileiro enfrentou a crise, através de suas políticas econômicas, no período imediatamente após a crise (2008–2009) e como se deu a mudança nas decisões sobre política econômica no período seguinte (2010–2014). Para isso, o capítulo será dividido em duas sessões. A primeira trata do cenário brasileiro no período anterior e imediato à crise (até 2009), englobando as políticas adotadas nesse período com o objetivo de conter a crise no país. A segunda adentra no período 2010–2014, mostrando a piora no cenário econômico do país e quais os instrumentos utilizados pelo governo, na tentativa de estimular o crescimento econômico frente a essa “nova fase” da crise.

#### **3.1 Cenário brasileiro anterior e imediato à crise**

A partir de 2003, com a melhora nas condições externas, o Brasil observou o aumento da demanda global por suas exportações. Demais mercados emergentes também vivenciaram o aumento dos fluxos financeiros globais destinados a eles. Em 2005, deu-se início às políticas para estimular o crescimento econômico, além de, a partir de 2006, uma série de aumentos reais no salário mínimo, o que também impactou na transferência para os benefícios previdenciários<sup>5</sup>. Juntamente com essa política de valorização do salário mínimo, o governo aumentou o emprego público e forneceu reajuste salarial para o funcionalismo público. A melhora nas condições externas juntamente com essas mudanças na política econômica brasileira, possibilitou um maior controle inflacionário e melhora na taxa de crescimento do PIB, o que resultaram, como apontam Serrano e Summa<sup>6</sup>, na melhoria da distribuição de renda e redução da pobreza no país, onde

---

<sup>5</sup> O aumento dos gastos públicos devido às transferências para assistência e previdência (como LOAS, seguro desemprego, aposentadorias e programas de assistência e transferência à ONG's) já vinha sendo observado desde a década de 1990, apresentando um aumento de 12% para 15% do PIB entre os anos de 1995 e 2006 (JORGE; MARTINS, 2013).

<sup>6</sup> Ver Serrano e Summa, 2011.

podemos observar a queda no índice de Gini<sup>7</sup> a partir de 2002, apesar de ser considerado bastante alto no Brasil. A partir de 2005, a redução na desigualdade passou a ser efeito do crescimento do salário mínimo real, do aumento dos empregos formais e do crescimento da economia brasileira.

O período de apreciação da taxa de câmbio (até início de 2008) junto com taxas de juros mais baixas pode ter influenciado positivamente o setor financeiro e de comércio internacional antes da eclosão da crise nos EUA, além também do crescimento do salário mínimo real e do consumo das famílias (SERRANO; SUMMA, 2011; 2015). Nesse período de valorização do real, pode-se observar também a diminuição do saldo da balança comercial, devido ao crescimento mais rápido das importações frente às exportações, aumentando também a remessa de lucros e ganhos de capital.

No Brasil, o setor bancário não trabalhava com fundos de investimentos que se relacionavam com o mercado *subprime* dos EUA (DE PAULA, 2008). Porém, nos anos que antecederam a crise, havia, no país um uso excessivo de operações *forward target* por parte das empresas exportadoras. Nesse processo, as empresas revendem o dólar para bancos no mercado futuro, o que seria uma dupla aposta cambial. Além disso, o BC realizava operações de swap cambial reverso (OREIRO; BASÍLIO, 2008), que influenciavam os investidores estrangeiros em suas apostas de apreciação do real.

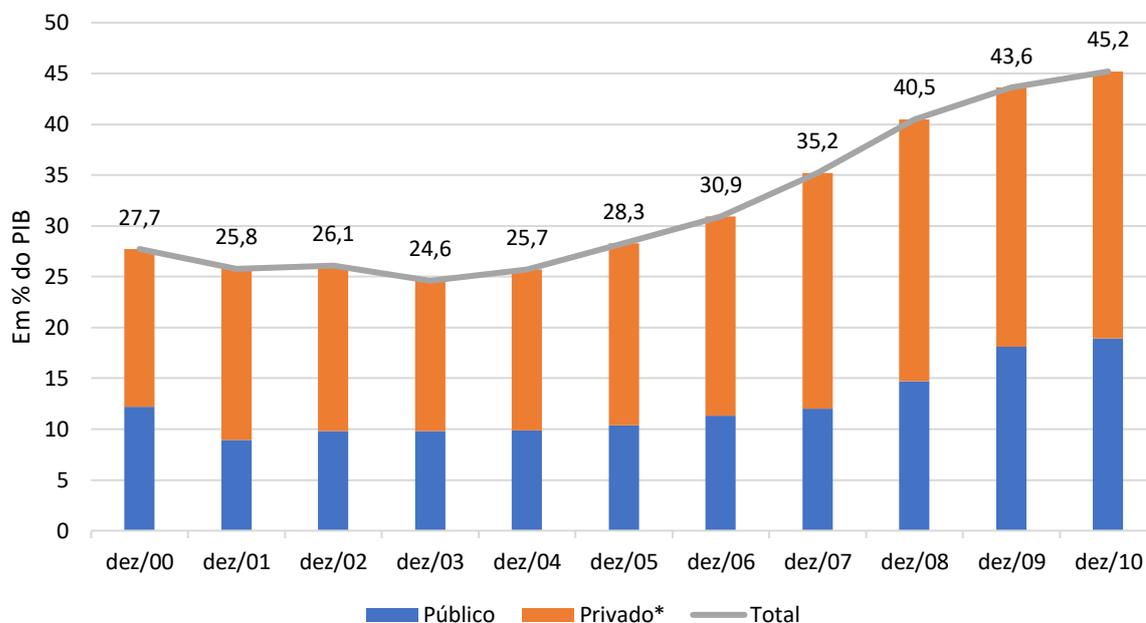
Outro fato que marcou o período anterior à crise foi a massiva entrada de capital estrangeiro no mercado financeiro brasileiro devido à obtenção do grau de investimento do país, em abril de 2008, pelas agências de risco internacionais. Isso fez com que o governo revisasse o grau de admissibilidade da flutuação da taxa de câmbio e do controle de capitais nesse mesmo ano. Para desestimular o excesso dos fluxos de capitais estrangeiros, o governo passou a cobrar IOF sobre a entrada de capitais para ações e renda fixa, evitando, assim, distorções no mercado de capitais. Além disso, a forte entrada de capitais demonstrou que os fluxos financeiros externos tinham impacto sobre o financiamento do desenvolvimento interno, aumentando a fragilidade da economia brasileira, assim como a persistência da crise nos anos seguintes (REZENDE, 2016).

---

<sup>7</sup> Índice de Gini é o instrumento usado para medir o grau de concentração de renda. Ele aponta a diferença entre os rendimentos dos mais pobres e dos mais ricos. Varia de 0 a 1, onde 0 representa a situação de igualdade, ou seja, todos têm a mesma renda; enquanto que, com o valor 1 só uma pessoa detém toda a riqueza. Na prática, o Índice de Gini costuma comparar os 20% mais pobres com os 20% mais ricos. No Relatório de Desenvolvimento Humano 2004, elaborado pelo Pnud, o Brasil aparece com Índice de 0,591, quase no final da lista de 127 países (IPEA, 2017). Para o cálculo do índice de Gini, é considerado apenas as rendas do trabalho formal e informal, excluindo, então, a renda recebida de propriedades e setor empresarial (SERRANO; SUMMA, 2011).

No período entre 2004 e 2008, o Brasil viveu um boom de crédito, induzido inicialmente por bancos comerciais, sempre com operações com elevado *spread*, possibilitando, assim, alta lucratividade aos bancos comerciais. Até setembro de 2008, houve um crescimento de 45% do crédito para pessoa jurídica e 17,9% para pessoa física, comparando-se ao mesmo mês do ano anterior (ALMEIDA, 2010). Esse aumento da oferta de crédito no país, após 2008 deu-se principalmente através dos bancos públicos, como veremos adiante. A participação do setor financeiro privado no estoque de operações de crédito no país apresentou uma queda de 44,5% em agosto de 2008 para 40,7% em agosto de 2009. Nesse mesmo período, a razão Crédito/PIB aumentou de 38,4% em agosto de 2008 para 43% em agosto de 2009 (IPEA, 2011).

**Gráfico 1. Evolução das operações de crédito no Sistema Financeiro segundo o controle de capital.**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BCB.

\*Inclui instituições estrangeiras.

Como observado por De Paula (2008), a partir de Minsky, sabe-se que, durante fases de boom, os agentes geralmente supõem que os lucros e a renda continuarão a crescer, aumentando, assim seu endividamento e sua demanda por crédito. Contudo, no período de desaceleração da economia, o aumento da preferência pela liquidez ocasiona a contração do crédito, exatamente no momento em que os agentes mais precisam dele para refinarçar suas dívidas. Logo, o comportamento dos bancos, nas desacelerações,

tende a agravar a crise (DE PAULA, 2008). Um aumento da demanda por moeda faz com que as firmas busquem dispor de maior liquidez e negociem ativos para refinarçar seus débitos. Porém, a elevação das margens de risco pelos bancos ocasiona um novo momento de piora nas condições de crédito. A partir de então, as firmas passam a reavaliar a possibilidade de aquisição de novos ativos, sendo mais cautelosas frente ao aumento da incerteza na economia. Isso desencadeia um processo de reavaliações sobre as decisões dos capitalistas, resultando num declínio do investimento, já que o comportamento das firmas e a dinâmica da economia capitalista são influenciados também pela estrutura do passivo das firmas.

Quando se deu o início da crise nos EUA, as grandes empresas exportadoras brasileiras de *commodities* se viram diretamente afetadas. Com a desaceleração das maiores economias mundiais (que eram grandes consumidoras de *commodities* brasileiras, como a China), essas empresas foram gravemente afetadas pela queda dos preços e dos volumes de suas exportações. Além disso, um grande número dessas exportadoras “apostava” que não haveria depreciação cambial, conforme sinalizado pela equipe econômica brasileira até 2007. Essa dependência do câmbio em relação ao preço das *commodities* e da entrada líquida de capitais já era observada no início da década de 2000, mas se acentuou nos anos que antecederam a crise.

O ano de 2008 começou com uma taxa de câmbio apreciada, chegando a R\$ 1,77. A maior depreciação observada naquele ano foi entre os meses de agosto e dezembro. Nesse período, a taxa de câmbio nominal foi de R\$ 1,61 (agosto de 2008) para R\$ 2,39 (dezembro de 2008), ou seja, uma depreciação de 48% em apenas cinco meses. Na tentativa, falha, de conter esta depreciação do Real, o BC leiloou US\$ 500 milhões no dia 19 de setembro de 2008, sexta-feira da semana que havia começado com a quebra do Lehman Brothers. Na semana seguinte, realizou-se um novo leilão com o mesmo montante.

**Gráfico 2. Taxa de Câmbio Nominal**

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IPEA.

A crise demonstrou a fragilidade financeira do setor produtivo no Brasil, pois o mesmo apresentava alta exposição a derivativos de câmbio (TORRES FILHO, 2008); isso já vinha sendo observado desde a adoção do câmbio flutuante em 1999, que possibilitou o aumento dos contratos negociados na Bolsa de Valores brasileira, inclusive de investidores estrangeiros. Observou-se, também, após o início da crise, em setembro de 2008, uma fuga de capitais que culminou no início da queda nos preços das ações na bolsa de valores brasileira, o que demonstra a aversão ao risco dos investidores estrangeiros, mesmo com o grau de investimento adquirido pelo país no início daquele mesmo ano.

Anteriormente à crise, o governo brasileiro havia dado continuidade à política de cumprimento da meta de superávit fiscal e inflação recomendada pelo Fundo Monetário Internacional ainda na década de 1990. No período entre 2003 e 2006 o superávit primário correspondia a uma média mensal de 3,6% em relação ao PIB, enquanto a dívida pública caía de 54,8% em 2003, para 47,3% do PIB em 2006 (JORGE; MARTINS, 2013). Devido a essa preocupação sumária em relação ao cumprimento do superávit primário, o investimento público nesse período se manteve praticamente estável. O Tesouro também reestruturou a dívida externa, possibilitando ao BC a acumulação de reservas. Assim, o

setor público passou a ser credor líquido, situação que proporcionou maior espaço para políticas anticíclicas durante a crise (DE PAULA; PIRES, 20147).

A partir de 2007, durante o II Governo Lula, houve uma mudança significativa da equipe econômica que passou a ter como Ministro da Fazenda Guido Mantega, o qual promoveu alterações na política econômica no país, tornando a política fiscal mais flexível e impactando a demanda.

A expansão fiscal através do componente de gastos nesse período se deu através da política de valorização do salário, já citada nessa seção, sendo também pautada num pequeno ciclo de expansão do investimento público, diretamente pelo governo assim como por suas empresas estatais. Esse curto ciclo de expansão do investimento público iniciou-se entre o final de 2006 e 2007, se prolongando até 2010.

**Tabela 1. Taxa de crescimento anual do investimento público (%)**

<b>Período</b>	<b>Governo Central</b>	<b>Governo Estadual</b>	<b>Governo Municipal</b>	<b>Governo Geral</b>	<b>Estatais Federais</b>	<b>Setor Público</b>	<b>PIB</b>
1994-1998	-5,1	0,8	-5,7	-2,7	3,1	-0,9	2,6
1998-2002	-1,2	-9,4	6,8	-2	-1,7	-1,9	2,3
2002-2006	-0,6	1,9	0,1	0,6	0	0,4	3,5
2006-2010	25,4	13,8	6,1	13,5	23,2	17	4,6
2010-2014	-0,4	1,9	-2,4	-0,1	-2,4	-1	2,2
2011-2015	-6,2	-3,9	-2,5	-4	-6,9	-5,2	0,3

Fonte: Orair, 2016.

Como demonstrado acima, o cenário externo favorável, que vigorava desde 2004, com o aumento no preço das *commodities* e dos ativos financeiros, somado à criação de novos postos de emprego formal<sup>8</sup> e salários reais mais elevados, levou a um aumento nas receitas fiscais do governo, permitindo que o mesmo aumentasse seus gastos e transferências sociais sem comprometer a meta de superávit primário.

Ainda como parte da política fiscal do período, o governo reduziu tributos como IRPF, IPI, IOF e PIS/COFINS. Essa postura fiscal expansionista gerou impacto direto sobre a demanda agregada no país.

O crescimento econômico no período anterior à crise e os efeitos sobre as receitas possibilitaram uma política fiscal mais flexível, juntamente com a redução da dívida líquida pública, que representava 60,4% do PIB no final de 2002 e passou para cerca de

<sup>8</sup> No período entre 2004 e 2010 foram criados 10,2 milhões de novos postos de trabalhos formais no Brasil (SERRANO; SUMMA, 2015).

50% do PIB entre 2006 e 2007. Como consequência, a política fiscal pôde ser mais ativa, possibilitando o aumento dos gastos mesmo com o governo atuando dentro da busca pelo cumprimento das metas de superávit primário (o que impediu uma maior expansão dos investimentos públicos no período). Ou seja, todo esse cenário se mostrou fundamental para a atuação do governo assim que a crise financeira eclodiu na economia dos EUA.

### **3.1.1 Atuação dos bancos públicos**

Após a reestruturação do sistema bancário no Brasil a partir do Plano Real, os bancos públicos passaram a atuar de quatro diferentes formas: (i) atuação setorial, fomentando o desenvolvimento, via financiamento de longo prazo, sustentando, assim, os setores imobiliário, industrial e rural; (ii) desenvolvimento regional através do direcionamento do crédito a fim de fomentar o desenvolvimento de determinada região; (iii) atuação anticíclica do crédito; e (iv) expansão da bancarização por meio do maior acesso dos estamentos de menor renda (IPEA, 2011).

No início da crise, com o usual aumento da preferência pela liquidez, os bancos privados iniciaram um processo de contração do crédito, com a taxa de crescimento do estoque de crédito declinando abruptamente. Desde a quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, até o mesmo mês do ano seguinte, a taxa de crescimento das operações de crédito dos bancos privados apresentou uma queda de 35% para 5% (MODENESI et al. 2013). No geral, a contração de crédito dos bancos privados ocorreu em maior volume para as empresas (na maior parte, de pequeno e médio porte) do que para famílias (FREITAS, 2011). Esse processo prejudicou o nível de produção no Brasil.

Além disso, um dos efeitos da crise sobre o setor bancário brasileiro foi a dificuldade para conseguir fundos no mercado internacional. Os bancos de menor porte eram mais dependentes de recursos estrangeiros e depósitos a prazo, ainda que o mercado bancário do país já fosse extremamente concentrado. O aumento da incerteza ocasionou também uma grande transferência de depósitos de bancos de pequeno e médio porte para bancos maiores e mais sólidos. Entre agosto de 2008 e janeiro de 2009, por exemplo, houve um crescimento de 20% nos depósitos em grandes bancos no país, ao mesmo tempo em que os depósitos contraíram em 23% nos bancos pequenos e, 11% nos bancos de médio porte.

Como medidas para o afastamento da crise no mercado financeiro brasileiro, o governo iniciou ações para ampliar a liquidez, através do BC, que liberou parcialmente o compulsório, a fim de melhorar a fluidez do mercado financeiro. Porém, não houve correspondência dos bancos privados a essa medida, já que os mesmos continuaram contraindo o crédito e reduzindo financiamentos. Essa ação seria o primeiro sinal para o uso do sistema bancário público como instrumento anticíclico durante a crise de 2008.

A acumulação de reservas feita pelo Brasil anos antes do início da crise viabilizou a ampliação dos instrumentos para lidar com aquele momento econômico internacional, conferindo maior solidez também às contas públicas. O governo recorreu, então, à atuação dos bancos públicos, comerciais (BB e CEF) e de investimentos (BNDES), como medida anticíclica e para amenizar o risco de uma crise sistêmica, orientando-os para que ampliassem a oferta de crédito. Os bancos públicos passaram, então, a ampliar e até mesmo a criar novas linhas de crédito a fim de suprir a escassez de crédito para capital de giro de empresas nos mais diversos setores da economia brasileira, assim como a demanda por crédito destinado ao consumo das famílias.

O crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total da economia brasileira, no período anterior à crise, passou para 41% em 2010<sup>9</sup> (ALMEIDA, 2010). O aumento da fatia de mercado dos bancos públicos, sobre os bancos privados deu-se para restaurar a liquidez de empresas e famílias, buscando a manutenção de suas atividades, bem como a reestruturação de suas dívidas (MODENESI et al, 2013).

O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social, principal banco de fomento no país, já apresentava crescimento no número de financiamentos concedidos anteriormente à crise, devido à implantação do PAC e ao aumento de investimentos em grandes projetos. Durante a crise, a preocupação foi em não reduzir seus financiamentos, assim como apoiar, financeiramente, empresas nacionais na aquisição ou fusão de empresas no exterior. Portanto, o BNDES manteve a sustentação dos investimentos em infraestrutura através de desembolsos para o PAC. Na tentativa de aumentar a taxa de investimento no país, seus empréstimos aumentaram em 140% entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009 (STRACHMAN; SIGNORINI, 2019).

Em dezembro de 2008 é criado o Programa Especial de Crédito, que oferecia uma nova linha de crédito destinada ao financiamento de capital de giro para as empresas, com vigência até junho de 2009. O objetivo era suprir a escassez de crédito no mercado,

---

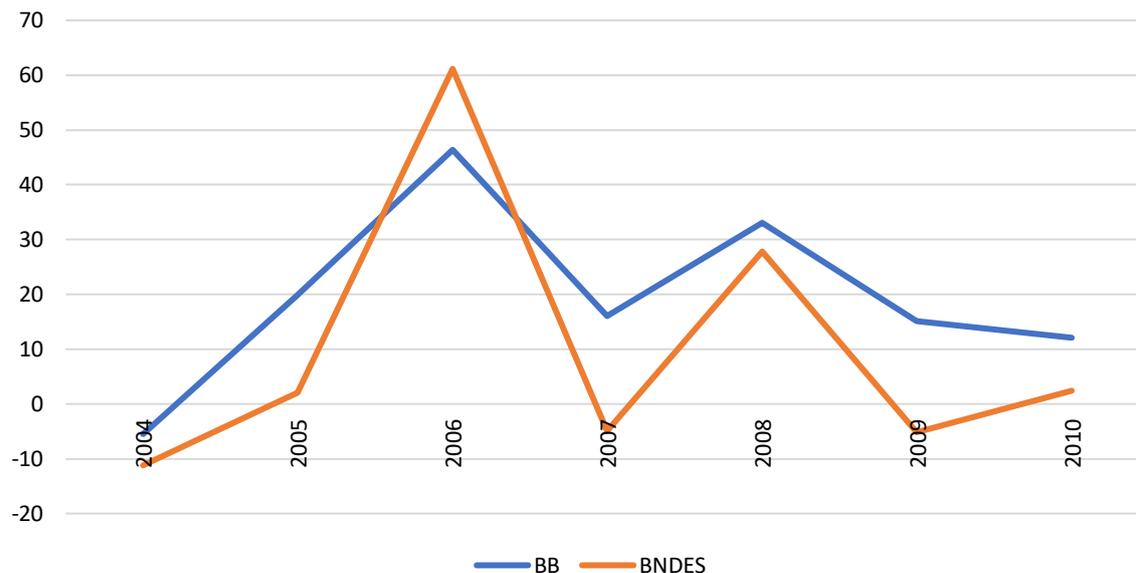
<sup>9</sup> Ver gráfico 1. Evolução das operações de crédito no Sistema Financeiro segundo o controle de capital.

visando fortalecer a atividade produtiva. O programa apresentou um orçamento de R\$ 6 bilhões, que foram concedidos a empresas de forma indireta, através de agentes financeiros credenciados, com limite de R\$ 50 milhões por empresa.

O Banco do Brasil é a maior instituição de crédito rural no país, atuando também como banco de fomento, porém não é especializado em financiamento de longo prazo. Entretanto, durante a crise, o BB elevou sua oferta de crédito para empresas e famílias e, intensificou a compra de carteiras de crédito de bancos menores. Além disso, o BB aumentou suas linhas de crédito consignado, financiamento para aquisição de veículos e financiamento habitacional.

A Caixa Econômica Federal também atua como banco de fomento, sendo o maior banco a atuar no financiamento habitacional. Ambos fornecem capital de giro para indústria, comércio e serviços. BB e CEF passaram a ampliar seus financiamentos através de recursos obtidos antes da crise e também durante ela, já que boa parte do seu público preferiu manter seu saldo em bancos públicos face ao apoio dado pelo governo para sua manutenção e às melhores taxas de rentabilidade e aos menores custos nestes bancos públicos, que passaram a atuar bastante agressivamente, ao menos para padrões brasileiros. Essa demanda por esse crédito adicional dos bancos públicos se deu tanto através de pessoas físicas quanto de empresas.

De acordo com o IPEA (2011), no ano de eclosão da crise, o BNDES aumentou em 27,8% o crédito direto para o setor industrial, que fora reduzido no ano seguinte. Já o BB, em 2008, apresentou uma taxa de crescimento de 33% do seu crédito para o setor industrial. Em 2009, a taxa de crescimento real do crédito proveniente de bancos privados e destinado à indústria foi negativa. Assim, bancos públicos precisaram atuar para sustentar o volume de crédito para esse setor – nesse caso, a maior atuação veio do BB, que atua como maior agente financeiro público a repassar recursos do BNDES para a indústria nacional.

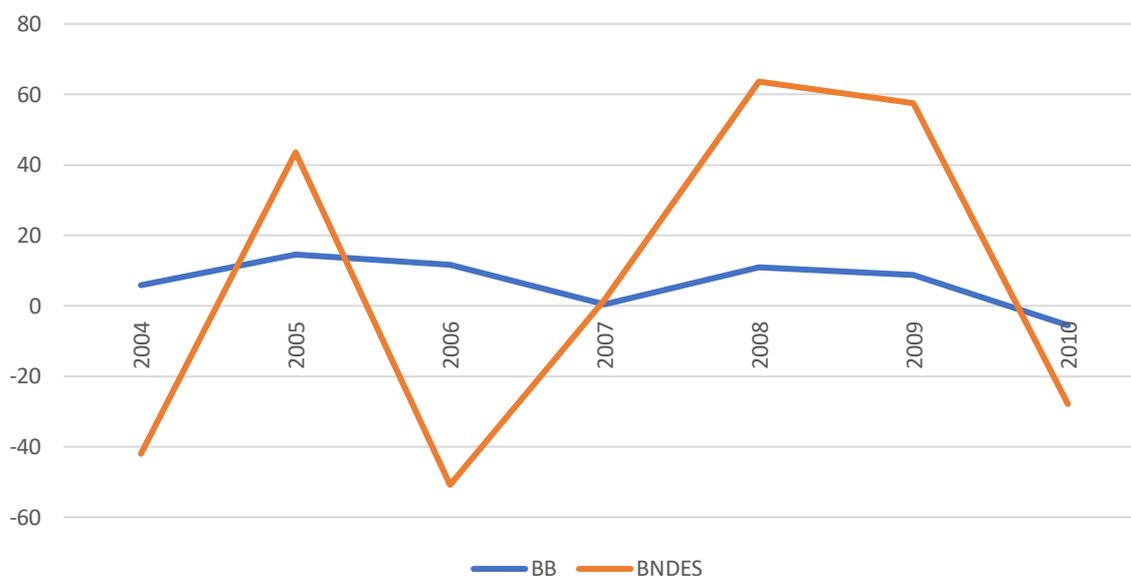
**Gráfico 3. Taxa de crescimento das operações de crédito para o setor industrial: BB e BNDES**

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB.

\*Operações diretas

O BNDES teve papel relevante para viabilizar a compra de empresas no exterior por empresas brasileiras, e financiar aquisições, absorções e fusões de empresas no Brasil, em 2008. O aumento de suas linhas de crédito para o financiamento de capital de giro mostrou também que o BNDES atuou além de suas linhas tradicionais.

Após o *boom* nos preços das commodities verificado até 2008, no qual bancos reduziram sua preferência pela liquidez, o cenário se alterou, com a crise dos bancos privados nacionais e estrangeiros. Porém, mesmo com esse aumento da preferência pela liquidez, o crescimento do crédito total no setor rural no período não foi negativo. De fato, apenas em 2010 o crédito total destinado ao setor rural apresentou taxa de crescimento negativo, tendo sido reduzido por bancos públicos, privados nacionais e também estrangeiros. No período, o BB manteve estável sua oferta de crédito ao setor, enquanto o BNDES apresentou uma taxa de crescimento de 63%. É importante salientar que no caso do crédito destinado ao setor rural, o BB não é o maior banco a repassar recursos do BNDES, mas sim o maior banco de crédito rural a partir de recursos próprios.

**Gráfico 4. Taxa de crescimento das operações de crédito para o setor rural: BB e BNDES**

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB.

Em 2009 o Governo lança o Programa de Crédito Especial Rural com orçamento de R\$ 10 bilhões destinado ao capital de giro de empresas do setor agroindustrial e a máquinas e equipamentos agrícolas e cooperativas agropecuárias. Ainda com o objetivo de obtenção de capital de giro, o BNDES liberou R\$ 2 bilhões de crédito para o Programa de Capitalização de Cooperativas Agropecuárias, visando a recuperação ou reestruturação patrimonial de cooperativas agropecuárias, agroindustriais, agrícolas e pesqueiras. Para o setor sucroalcooleiro, o orçamento direcionado através do programa de apoio ao setor foi de R\$ 1,31 bilhão.

O crédito para o setor habitacional iniciou sua trajetória de crescimento em 2005, quando os bancos públicos já detinham a maior parte do mercado (cerca de 70%). A partir de 2008, a participação do setor público no crédito habitacional apresentou forte crescimento, a partir de estímulos do governo. Em setembro de 2009, cerca de 70% do volume de crédito para o setor habitacional tinha origem nos bancos públicos, em 2003, antes do *boom* do crédito no país e antes dos projetos do governo para esse setor, os mesmos detinham 64% do volume de crédito habitacional, sinal de forte concentração no setor já desde o início dos anos 2000 com maior evolução a partir da crise. A evolução do crédito para o setor será vista com maiores detalhes na próxima seção.

O aumento das operações de crédito no período inicial da crise ocorreu também através de parcerias entre bancos e empresas privadas de financiamento, como em 2008,

quando, por exemplo, o BB foi autorizado a se associar com empresas de financiamento de automóveis, através da liberação de R\$ 4 bilhões em crédito.

É preciso destacar também a importância da expansão dos investimentos dentro do PAC (financiado pelo BNDES), utilizado como instrumento de política anticíclica no período. Segundo o Ministério da Fazenda, o uso da política fiscal no período se deu intensamente por meio desse Programa (PAC). Somente no programa “Minha Casa, Minha Vida”, foram investidos R\$ 60 bilhões. Dentro dos programas sociais, destacaram-se ainda o Bolsa Família, com investimento de R\$ 12 bilhões e o reajuste do salário mínimo que injetou na economia R\$ 20 bilhões em 2009 (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2009, p. 23).

Em outubro de 2008, o BC divulgou o abatimento de até 60% dos recolhimentos sobre recursos a prazo, incentivando grandes bancos privados a adquirirem participações em bancos privados menores que enfrentavam dificuldade em suas carteiras de crédito, atitude que amenizou o risco de uma corrida bancária, no Brasil. Ademais, bancos privados de pequeno porte conseguiram garantia através do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) para que pudessem recuperar a concessão de financiamentos. A criação do Depósito a Prazo com Garantia Especial do FGC buscou a redução da incerteza, a fim de impulsionar a recuperação dos recursos depositados caso instituições financeiras entrassem em falência.

No final de 2009, com os primeiros sinais de recuperação da atividade econômica e a retomada dos planos de investimentos empresariais, os bancos privados começaram a reagir ao avanço dos bancos públicos no mercado de crédito brasileiro (FREITAS, 2011). Ademais, buscam ser também mais agressivos, a fim de não perder muita participação de mercado para os bancos públicos (STRACHMAN; SIGNORINI, 2019)

### **3.1.2 Planos e projetos do governo para o desenvolvimento e crescimento econômico (2008 – 2009)**

Em 2007, o novo Ministro da Fazenda do Governo Lula, Guido Mantega implementou o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), o qual apresentou como objetivos: aumento dos investimentos públicos e privados, afirmação de um novo modelo de crescimento, capacitação para enfrentar os desafios da globalização e do forte crescimento da participação chinesa na economia e na indústria mundial, e o resgate da

visão e do planejamento de longo prazo. Para isso, seriam utilizados instrumentos como investimentos em infraestrutura, melhorias no sistema tributário nacional, aumento de crédito e redução dos juros e medidas de cunho fiscal de longo prazo (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2007, p.3-4).

Até 2011, os desembolsos do BNDES para projetos do PAC somaram R\$ 104,8 bilhões distribuídos por eixos e regiões (BNDES, 2011), conforme a tabela a seguir:

**Tabela 2. Desembolsos do BNDES para projetos do PAC (em R\$ bilhões)**

Eixos	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro-Oeste	Interregional	Total	%
<b>Energia</b>	20.095	22.342	9.716	7.243	4.457	20.660	84.512	80,6
<b>Logística</b>	58	2.299	7.646	807	251	2.042	13.103	12,5
<b>Infraestrutura social e urbana</b>	204	543	5.714	558	91	-	7.111	6,8
<b>Administração pública</b>	4	24	24	14	16	-	82	0,1
<b>Total</b>	<b>20.361</b>	<b>25.208</b>	<b>23.100</b>	<b>8.622</b>	<b>4.815</b>	<b>22.702</b>	<b>104.808</b>	<b>100,</b>

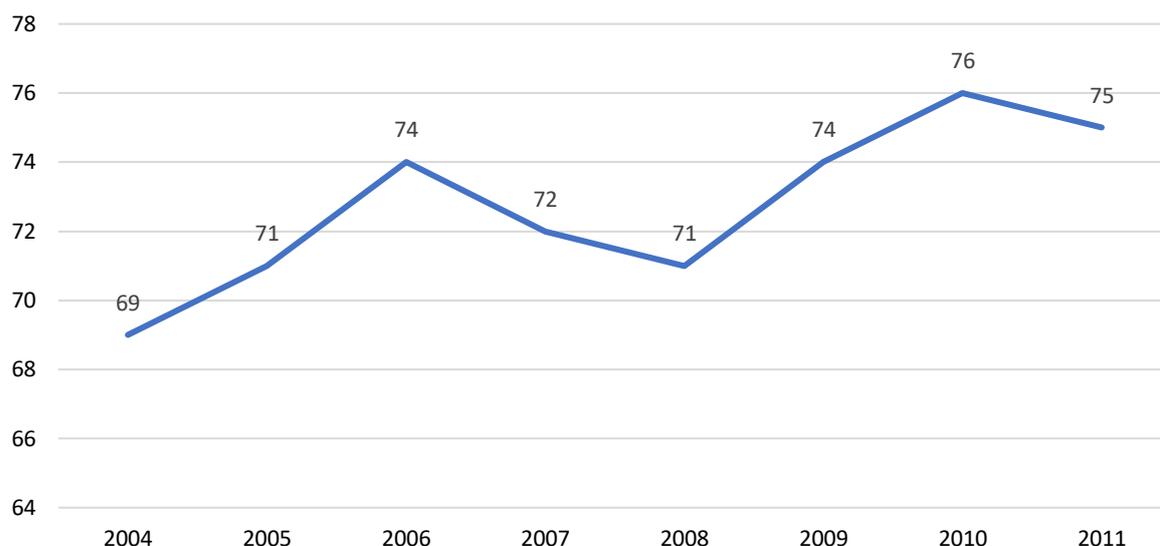
Fonte: BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO, 2011.

\*Correspondem aos desembolsos de 2007 até 2011.

O setor de energia correspondeu a 80,6% dos desembolsos do BNDES ao PAC, de 2007 a 2011, somando 310 projetos financiados para o setor. Isso se deve à busca pela ampliação da oferta de energia, investimento incluído em programas do governo para o crescimento econômico, com a implantação de parques eólicos e de usinas de etanol, e a construção de novas linhas de transmissão de energia elétrica.

Em março de 2009, o governo anuncia o Programa “Minha Casa, Minha Vida” para reduzir o déficit habitacional no país, além de aumentar o nível de emprego através da construção civil. A CEF foi o agente principal desse programa.

Antes da crise, a CEF era a única instituição financeira pública apta para captar depósitos e direcioná-los ao financiamento habitacional, no qual atuava juntamente com outras 21 instituições privadas nacionais e estrangeiras (IPEA, 2011). Em 2007, o BB entrou no mercado, aumentando a participação do setor financeiro público no crédito habitacional, como podemos observar no gráfico abaixo.

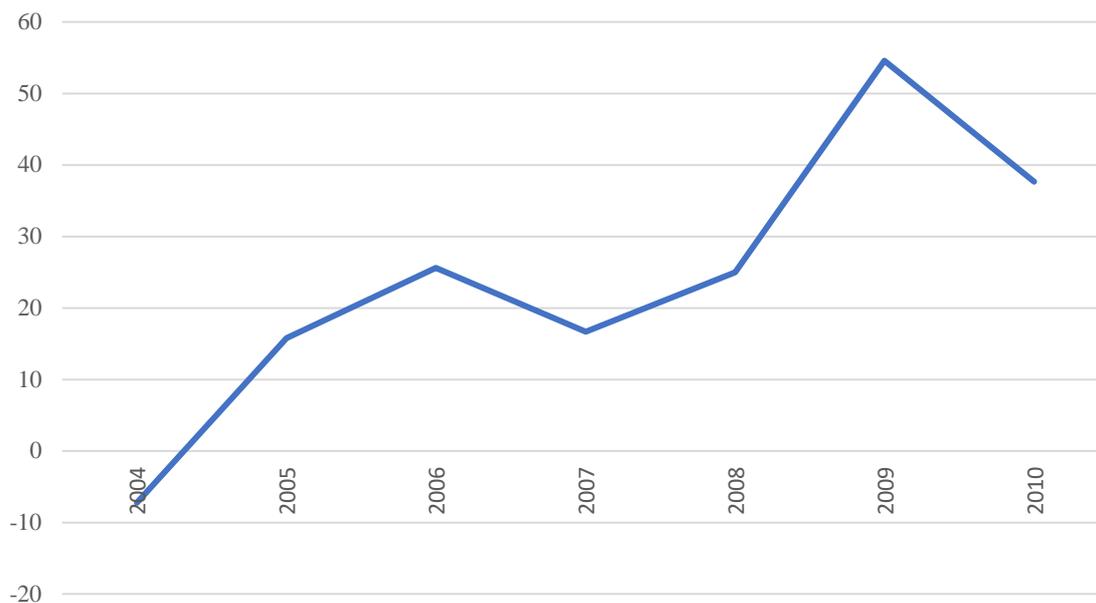
**Gráfico 5. Participação do Setor Financeiro Público no crédito habitacional (em %)**

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB.

Como maior banco no financiamento habitacional, a CEF corresponde a aproximadamente 70% do mercado no país, tendo, também, 70% de sua carteira destinada ao financiamento habitacional através de recursos diretos (IPEA, 2011). Desse modo, a CEF foi responsável por sustentar o crédito habitacional no início da crise através da construção de imóveis para famílias de baixa renda.

Entre o final de 2008 e início de 2009, R\$ 3 bilhões foram liberados em linhas de crédito para a construção civil através da CEF, o que representou um enorme salto na taxa de crescimento das operações de crédito desta instituição, no período, como podemos observar no gráfico 6.

**Gráfico 6. Taxa de crescimento das operações de crédito da Caixa Econômica Federal para o setor habitacional (em %)**

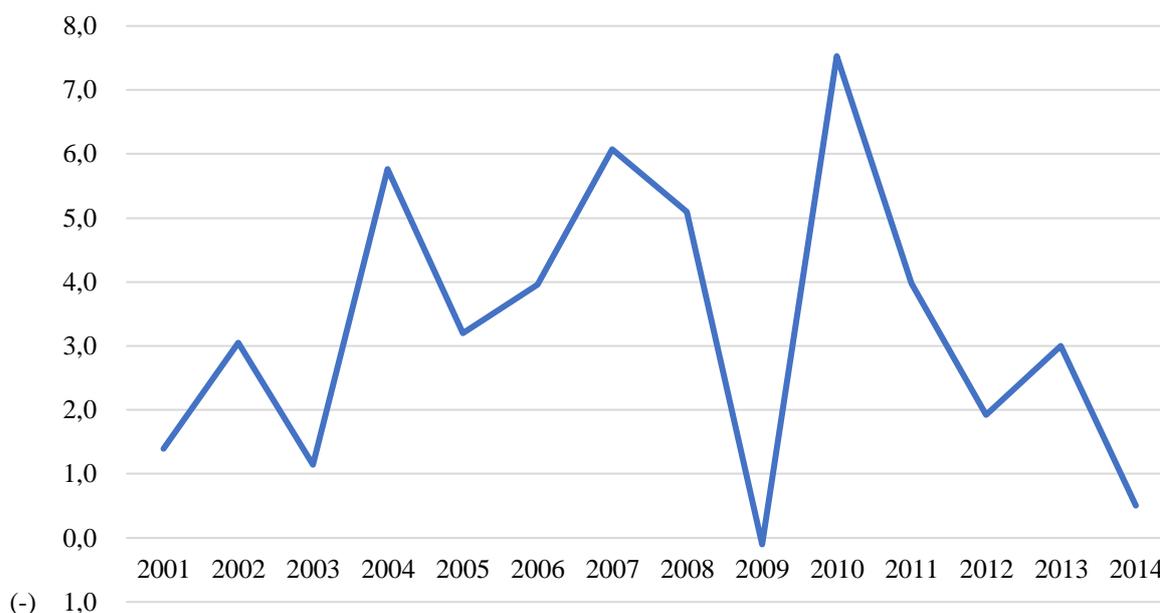


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB.

O setor privado, por outro lado, respondeu tardiamente à expansão do crédito ao setor habitacional. Os bancos privados atuaram mais através de parcerias com construtoras e incorporadoras, nesse período.

Em 2009 é criado também o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), operado através de recursos do BNDES, afim de estimular a produção, aquisição e exportação de bens de capital e inovação tecnológica. Tal programa foi dividido em duas linhas de incentivos à expansão da indústria nacional: (i) Inovação – Grandes empresas, para onde são destinado 70% dos recursos e (ii) Inovação – micro, pequenas e médias empresas.

No período do imediato pós-crise (2008-2009) o Produto brasileiro apresentou uma queda de 0,13%, um suave decréscimo diante, da maior crise financeira pós-Grande Depressão. A média de crescimento do PIB entre 2004 e 2010 foi de 4,5%, um índice bem acima dos anos anteriores.

**Gráfico 7. Variação do PIB em volume (%)**

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE – Contas Nacionais.

Em suma, a manutenção da atividade econômica no período da crise ocorreu através do uso do crédito dos bancos públicos, o que ajudou a manter a estabilidade financeira, inclusive de agentes não-financeiros na economia brasileira, viabilizando o retorno do crescimento econômico no Brasil, mais rapidamente de que em vários outros países, principalmente por sustentar a demanda agregada também através do aumento do consumo das famílias, por meio de uma combinação de: expansão do crédito, criação de empregos formais, aumento do salário real e por meio da adoção de políticas fiscais e monetárias expansionistas. Porém, é importante notar que a redução de juros ocorreu somente no segundo bimestre de 2009 – uma redução de 13,75% em janeiro para 8,75% a.a. em julho daquele ano – sendo apontada como tardia por vários economistas (GUTTMANN, 2009; ALMEIDA, 2010), demonstrando uma postura conservadora por parte do BC.

O aumento dos investimentos públicos entre 2006 e 2010 reflete uma mudança no posicionamento do governo na tentativa de reassumir seu papel no planejamento estratégico (ORAIR, 2016), assim como reflete também a redução dos entraves no orçamento público através da política fiscal atuante no período.

A partir da atuação anticíclica através da política fiscal mais flexível no período, o resultado primário do governo sofreu forte impacto em 2009. No final de 2008,

apresentava-se um superávit de 4,1% do PIB, em um ano oscilou para 1% do PIB. Porém, sem haver déficit primário em nenhum momento nesse período.

### **3.2 O aprofundamento da crise no Brasil (2010 – 2014)**

Em 2010, a economia brasileira apresentou um forte desempenho, com crescimento de 7,5%<sup>10</sup>. A taxa de investimento público daquele ano chegou a 4,6% do PIB (maior taxa do período histórico recente). É importante lembrar que 2010 foi ano eleitoral, como destacado por Orair (2016), anos eleitorais apresentam maiores taxas de investimento público.

Porém, a partir desse período, iniciou-se um cenário de políticas mais restritivas, com a mudança de orientação da política macroeconômica, abandonando-se, ou deixando-se de usar com maior intensidade, as políticas que haviam impulsionado o crescimento econômico do Brasil durante a crise financeira de 2008. A partir de então, observa-se o aprofundamento da crise no Brasil, apresentando menor crescimento do mercado interno e caminhando “na contramão” de outros países que iniciavam, então, sua fase de “recuperação” mais acelerada. Seria esse, então, um período de “desligamento” da crise financeira internacional para o início de uma crise genuinamente interna e com cunho político? Essa pergunta tem gerado extenso debate entre economistas dentro e fora do país. Com a intenção de responder essa questão, vamos nos ater, sobretudo, ao contexto econômico, com o foco sobre os acontecimentos originados na crise financeira de 2008 e a atuação do governo para conter a crise, independentemente da discussão sobre sua essência.

Como observamos, o Brasil apresentou um crescimento mais alto entre 2004 e 2010. Em 2010, os países desenvolvidos afetados pela crise financeira iniciavam seu processo de recuperação econômica – mesmo que em alguns casos esse processo tenha sido lento e incompleto, isto fez com que o comércio mundial mostrasse um maior fôlego naquele ano. A dependência do setor exportador auxiliou na melhoria da taxa de crescimento do PIB. Segundo nota divulgada pelo próprio governo federal, em 2010, as exportações brasileiras fecharam com recorde histórico de US\$ 201,9 bilhões, encerrando-se aquele ano com um superávit de US\$ 20,2 bilhões. Porém, esse cenário

---

<sup>10</sup> Valor acumulado em 12 meses. Ver gráfico 3.

não se repetiu no ano seguinte, quando os países desenvolvidos apresentaram redução em suas taxas de crescimento.

Porém, a partir de então, o país começou uma mudança na direção de políticas econômicas que resultou numa redução em sua taxa de crescimento econômico, a partir de 2011. Alguns economistas, como Serrano e Summa (2012) apontam que essa redução na taxa de crescimento da economia brasileira, a partir de 2011, deveu-se mais à macroeconomia interna do que às mudanças na economia externa. Assim, o Brasil, que vinha de uma taxa de crescimento do PIB de 7,5% acumulado em 12 meses, passou para 1,8% no início de 2011. Barbosa e Pessoa (2014) apontam que a redução do crescimento da economia brasileira nesse período foi três vezes maior que a média da economia mundial e duas vezes maior que a média da América Latina. Os autores também chamam a atenção para o grau de abertura comercial<sup>11</sup> do Brasil que em 2011 foi de apenas 0,25%, ou seja, uma taxa de 25% do PIB, o que representa um país muito fechado comercialmente e isso demonstra que a desaceleração da economia brasileira nesse período deve ser explicada mais pelo contexto interno do que o externo, ou seja, que estava desvinculada com a crise econômica mundial.

Com a posse da presidente Dilma Rousseff, em janeiro de 2011, houve a troca de presidente do BC, de Meirelles para Tombini, assumindo uma postura mais convencional para o BC. Ademais, ocorreu uma mudança nas decisões de política fiscal, que passa a priorizar a retomada do cumprimento da meta de superávit fiscal, indicando um caminho para a austeridade. No final daquele ano, o retorno da política de meta fiscal fez com que o governo voltasse a atingir a meta de superávit primário. Com isso, o principal instrumento utilizado na política econômica pelo governo, como nos países desenvolvidos (BLYTH, 2013), voltou a ser a taxa de juros (RODRIGUES; FERREIRA, 2012).

O primeiro governo Dilma foi marcado, assim, pela tentativa de substituição do tripé econômico, utilizado desde o II Governo FHC, para lidar com a crise cambial aberta, no início de 1999. Esse novo modelo, chamado de Nova Matriz Macroeconômica buscava reduzir os custos dos investimentos no país a fim de aumentar as margens de lucro através

---

<sup>11</sup> Grau de abertura comercial é medido pela corrente de comércio (exportações mais importações) sobre o PIB. Segundo a série histórica, o Brasil apresentou crescimento no grau de abertura a partir de 1991, quando representava 17% do PIB e teve seu pico em 2004, com 29% do PIB. Comparado com o cenário mundial, o nível de abertura comercial do Brasil é muito baixo. Entre 1991 e 2011, o grau médio de abertura dos Brics (exceto Brasil) subiu de 33% para 57%. Na América Latina, excluindo Brasil, a média ponderada apresentou um aumento de 60% para 74% nesse período. No mesmo período, a média mundial subiu de 66% para 91% do PIB mundial (IBRE, 2013).

da redução da taxa de juros, redução da carga tributária e, também do uso da depreciação cambial, através do aumento das alíquotas de IOF, para aumentar a competitividade da indústria nacional (REZENDE, 2016), além de prolongar os prazos de vencimento da dívida<sup>12</sup> afim de entrar numa estrutura de médio e longo prazo. Ou seja, a Nova Matriz Econômica pode ser definida como a junção da redução da taxa básica de juros e o uso de uma política fiscal com maiores intervenções do governo (BARBOSA FILHO, 2017). Em entrevista, o secretário de políticas econômicas do Ministério da Fazenda, Márcio Holland, afirmou que inicialmente, a transição para o novo modelo traria custos para empresas e investidores, mas que a Nova Matriz não poderia ser vista como um substituto do tripé econômico (ROMEERO, 2012). Apesar da justificativa para tentar acalmar os ânimos do mercado após observarem o baixo crescimento do PIB no início da Nova Matriz, o nível de confiança do mercado ainda se apresentava baixo.

Juntamente com a mudança na equipe econômica brasileira, que reorientou as decisões sobre a política econômica, o Brasil assistiu a recuperação abaixo do esperado dos EUA, em 2011, assim como as taxas de crescimento baixas ou até mesmo negativas dos países ricos, em 2012, levando novamente à queda da demanda por bens exportados pelo Brasil (BRESSER-PEREIRA, 2013). Schymura (2015), destaca um relatório do FED, de fevereiro de 2014 que contribui para a discussão sobre a influência de fatores externos à economia brasileira no desempenho do crescimento econômico. Segundo o relatório, o Brasil se encontra na lista de países “frágeis” mais vulneráveis a uma piora no cenário econômico mundial. Essa lista se completa com Índia, Indonésia, África do Sul e Turquia.

Após a manutenção da economia brasileira a partir do uso de medidas anticíclicas adotadas pelo governo mais intensivamente em 2009, o BC, um tanto inacreditavelmente, pensava estar havendo um superaquecimento da economia brasileira, com o que inicia um novo ciclo de aumento de juros, a partir de fevereiro de 2010. Em 2011, a preocupação com a inflação retornou às pautas devido aos preços internacionais das *commodities*, assim como quebras de safras no Brasil no início do ano (SILVA; TERRA, 2012), assim como a pressão sobre os preços no setor de serviços. A resposta do banco central foi através da taxa Selic que subiu de 8,75% a.a. em março de 2010<sup>13</sup> para 12,5% a.a. em

---

<sup>12</sup> Com a Nova Matriz, os prazos de vencimento da dívida pública praticamente dobraram, passando para uma média de quatro anos.

<sup>13</sup> Meta fixada pelo COPOM na reunião de 17/03/2010.

julho de 2011<sup>14</sup>. Um dos efeitos desse aumento dos juros no período foi observado no crescimento do crédito destinado ao consumidor, com a redução da taxa de crescimento em relação aos anos anteriores. Após esse período de aumentos na taxa SELIC, o presidente do BC opta por um ciclo de redução da taxa básica de juros, antecipando-se à crise na Zona do EURO. Com isso, entre setembro de 2011 e abril de 2013, observou-se uma redução de 12% a.a. para 7,5% a.a.<sup>15</sup> da taxa SELIC (NASSIF, 2015). Porém, esse processo de redução da taxa básica de juros influenciou diretamente a credibilidade do próprio BC, que optou por esse ciclo num momento de aceleração da inflação no país. Portanto, o ciclo de redução da taxa básica de juros no país foi interrompido ainda no primeiro semestre de 2013 devido a pressão inflacionária que preocupava o governo.

De fato, o investimento no país apresentou expressiva queda entre 2010 e 2014, principalmente em empresas não-financeiras. Nesse período, a administração pública representou uma queda de 0,2% da razão investimento/PIB; empresas não-financeiras representaram uma queda de 1,8% nesta mesma razão investimento/PIB, enquanto as empresas financeiras e famílias representaram um aumento de 0,3% (CEMEC, 2015). A redução dos investimentos por parte do governo teve, então, seu início em 2011, quando os investimentos do governo central apresentaram uma queda de 17,9%, e de 7,8% das empresas estatais (SERRANO; SUMMA, 2015). Ressalta-se que essa redução nos investimentos públicos ocorreu ao mesmo tempo em que vigorava o PAC.

Por comparação, entre 2004 e 2010, o investimento total (público e privado) no setor de construção (residencial e não residencial), cresceu a uma taxa média anual de 5,8%, enquanto no período entre 2011 e 2014, essa taxa apresentou um crescimento médio de 2,8% a.a. Enquanto isso, os investimentos em máquinas e equipamentos no período entre 2004 e 2010, cresceram a uma taxa média anual de 12,3%, no período seguinte, entre 2011 e 2014, essa taxa foi reduzida a uma média negativa de 0,7%. (SERRANO; SUMMA, 2015), mostrando que, a partir de 2010, a expectativa de menor crescimento da demanda agregada reduziu os investimentos privados em máquinas e equipamentos, prejudicando o crescimento da produção na indústria manufatureira.

Durante o primeiro mandato de Dilma (2011 a 2014), a taxa de crescimento médio da formação bruta de capital fixo foi de apenas 1% a.a. entre 2011 e 2014, abaixo da taxa de crescimento do consumo do governo no mesmo período, que apresentou um

---

<sup>14</sup> Meta fixada pelo COPOM na reunião de 20/07/2011.

<sup>15</sup> Meta fixada pelo COPOM na reunião de 17/04/2013.

crescimento de apenas 2,2% a.a.<sup>16</sup>. Essa taxa é inferior ao governo anterior e, muito próxima ao último Governo FHC (NASSIF, 2015).

Como vimos, em momentos de incerteza na economia, os empresários reduzem sua propensão a investir. Restava, então, ao governo, tomar medidas para estimular o crescimento do investimento no país através de programas de investimento público. Tais fatores influenciaram na queda da produtividade no início do primeiro mandato do governo Dilma. Para Barbosa e Pessoa (2014), a taxa de crescimento da produtividade abaixo da taxa de crescimento dos salários reais resultou na queda dos lucros dos empresários e, na queda da taxa de poupança no país, forçando ainda mais a queda na taxa de crescimento da produtividade nesse período.

Outro instrumento utilizado pelo Governo Dilma foi o controle de preços. A partir de 2013, o governo iniciou o uso de medidas para conter o avanço dos preços, como desonerações tarifárias e maior controle sobre os preços administrados. As desonerações foram feitas através da redução do IPI e PIS/COFINS de cesta básica<sup>17</sup> e produtos de higiene; redução de PIS/CONFINS das passagens de ônibus; não recomposição completa do IPI sobre automóveis e linha branca; desoneração da folha de pagamentos de setores intensivos em mão de obra<sup>18</sup>; redução de encargos em setores de energia elétrica. O uso de controle dos preços se deu através do cancelamento do aumento das tarifas no transporte público; aumento dos subsídios em tarifas de eletricidade afim de que o aumento nos custos de produção não fosse repassado aos consumidores finais e a prática de preços abaixo do nível internacional no mercado de derivados do petróleo (MESQUITA, 2014). O uso de tais instrumentos produz efeito de curto prazo, porém gerou custos no médio prazo, além de aumentar a incerteza na economia, já que essa política reduz investimentos em tais setores, bem como sua rentabilidade.

---

<sup>16</sup> Média a preços constantes de 1995.

<sup>17</sup> Lei 12.839/2013 com a conversão da Medida Provisória 609/2013, publicada em 10/07/2013: redução a zero das alíquotas de PIS/CONFINS incidentes sobre a receita decorrente da venda no mercado interno e sobre a importação de alguns produtos que compõem a cesta básica, como carnes, café, açúcar, óleo de soja, produtos para higiene bucal e papel higiênico.

<sup>18</sup> Lei 12.844/2013 que reestabeleceu as disposições da Medida Provisória 601/2012, referente à desoneração da folha de pagamento em atividades da construção civil, construção de obras de infraestrutura, transporte ferroviário e metroviário, entre outros.

### 3.2.1 Medidas macroprudenciais

Além da influência do aumento da taxa de juros na taxa de crescimento do crédito ao consumidor, o governo decidiu, no final de 2010 utilizar medidas de controle do crédito (mais intensamente em 2011) – as chamadas “medidas macroprudenciais” – as quais tiveram destaque na mídia brasileira por apresentar, como (quase) sempre, opiniões divergentes quanto a elas, entre os economistas (RODRIGUES, 2011). Ademais, esse teria sido o passo mais relevante no uso de medidas alternativas ao da taxa de juros no período.

As medidas macroprudenciais foram institucionalizadas pela Resolução nº 4.019/11 do Conselho Monetário Nacional em setembro de 2011, na qual, o BC “dispõe sobre medidas prudenciais preventivas destinadas a assegurar a solidez, a estabilidade e o regular funcionamento do Sistema Financeiro Nacional” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011). Tal resolução definiu uma série de instrumentos a serem utilizados pelo BC para promover a estabilidade financeira no país.

O objetivo das medidas macroprudenciais seria conter diretamente a expansão do crédito a fim de evitar uma bolha especulativa, com repercussões sobre a inflação. Essas medidas foram de cunho ortodoxo, complementando a política monetária, a fim de reduzir a demanda. Contudo, segundo o governo, elas ajudariam a diminuir o risco sistêmico do setor bancário, após a crise de 2008. Com efeito, o uso de medidas prudenciais pode afetar o canal do crédito, a fim de reduzir a inflação, sem ser através dos juros.

Dentro das medidas macroprudenciais realizadas pelo BCB estavam: 1) aumento do depósito compulsório; 2) aumento do capital próprio dos bancos, exigidos para os empréstimos de longo prazo; 3) aumento de impostos sobre operações financeiras, para crédito ao consumidor; e 4) aumento do valor do pagamento mínimo de saldos dos cartões de crédito. Dentro dessas medidas, o aumento do capital próprio dos bancos desestimulava os mesmo a expandir suas linhas de crédito, da mesma forma como o aumento dos impostos fez com que a taxa de juros cobrada aos consumidores fosse maior. Com o aumento do compulsório e do capital mínimo dos bancos, empréstimos de longo prazo ficaram mais caros e, passou-se a exigir maior valor de entrada, assim, a demanda por esse tipo de empréstimo caiu.

Juntamente com a primeira fase do uso de tais medidas, o BC partiu da contração monetária para direcionar a inflação à meta, elevando a SELIC para 12,5% a.a. O uso das medidas macroprudenciais através da contenção na expansão do crédito teriam objetivo

de mitigar riscos sistêmicos. Em seguida, o governo adotou mais uma ferramenta dessas medidas: o aumento da alíquota do IOF sobre o crédito ao consumidor juntamente com regras mais estreitas para o parcelamento das faturas de cartões de crédito (MESQUITA, 2014).

O uso das medidas para redução do crédito, via contenção de demanda, mostra a mudança do rumo das decisões macroeconômicas do BCB e do governo, a partir do final de 2010. Afinal, elas emergem a fim de conter, ao menos parcialmente, algo que o próprio governo havia estimulado através do uso de medidas anticíclicas que apresentaram sucesso no período anterior. Por outro lado, o uso das medidas macroprudenciais aceleram a reversão do crescimento econômico, ao encarecer o crédito, reduzindo a demanda por ele e, com isso, o consumo e os investimentos (MINSKY, 1986; 1991). Todavia, de um ponto de vista mais ortodoxo, esposado pelo BCB, seria possível principalmente reduzir a inflação através da redução na demanda por estes empréstimos.

Porém, Serrano e Summa (2012) afirmam que o uso das medidas macroprudenciais que tinham o objetivo de diminuir a inflação via redução da demanda por crédito, não alcançaram seu objetivo. Essas medidas reduziram, na verdade, o crescimento do consumo principalmente de bens duráveis e contribuíram para o aumento da inadimplência no período, como possivelmente preveria Minsky (1986; 1991), como visto acima. O *mix* de juros nominal alto e medidas macroprudenciais encerraram o processo de crescimento do consumo e aumentaram a taxa de inadimplência no país (SERRANO; SUMMA, 2015), tendo, portanto, exatamente o efeito contrário ao explícito pela política adotada

### **3.2.2 Planos e projetos do governo para o desenvolvimento e crescimento econômico (2010–2014)**

No início do primeiro governo Dilma, a busca pela redução da carga tributária foi perseguida por meio de uma série de corte de impostos. A desoneração tributária na folha de pagamentos chegou a 1% do PIB, em 2012, beneficiando quinze setores da economia (MANTEGA, 2012). O governo também investiu em programas que buscavam a parceria entre entidades públicas e privadas através de concessões para o setor privado, em áreas como energia, logística, petróleo e gás (REZENDE, 2015). O estímulo às parcerias público-privada pode ter contribuído para a pequena recuperação dos investimentos em

geral, em 2012, já que o governo transferiu, assim, parte da demanda por investimentos ao setor privado, reduzindo seu papel no investimento em setores importantes para o crescimento econômico.

Em agosto de 2011, o governo implementou o Plano Brasil Maior, no qual “congrega e articula os esforços de política industrial do Governo Federal para o período de 2011 a 2014, com foco no estímulo à inovação e à competitividade da indústria brasileira” (BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO, 2011). Esse plano seria uma continuidade da Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior, implementada em 2003 e encerrada em 2007, e um complemento da Política de Desenvolvimento Produtivo, implementada em 2008. O plano apresentou medidas de estímulo à competitividade da indústria nacional, através de desoneração dos investimentos e das exportações; ampliação e simplificação do financiamento ao investimento e às exportações; aumento de recursos para inovação; aperfeiçoamento do marco regulatório da inovação; estímulos ao crescimento de pequenos e micro negócios; criação de regimes especiais para agregação de valor e de tecnologia nas cadeias produtivas; regulamentação da lei de compras governamentais para estimular a produção e a inovação no país (BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO, 2011), através da cláusula de conteúdo local; e ampliação do financiamento para pesquisa e desenvolvimento, por meio da Financiadora de Estudos e Projetos– FINEP (MODENESI et al. 2013). O BNDES atuou através da concessão de crédito rotativo para o apoio financeiro a empresas, destinado aos investimentos em pesquisa, desenvolvimento e inovação, por meio de um aumento de crédito de R\$ 2 bilhões, para ampliar a carteira da FINEP (BNDES, 2011).

Ainda em 2011, o governo lançou o Plano Brasil Sem Miséria, voltado às famílias com renda familiar inferior a R\$ 70,00 mensais por pessoa<sup>19</sup>. Este Plano estabelecia três eixos de atuação para a erradicação da pobreza: Garantia de Renda, Acesso a Serviços Públicos e Inclusão Produtiva, dos quais os dois últimos correspondiam à atuação do BNDES.

Outra política adotada pelo Governo Dilma foi a expansão do balanço do BNDES através da escolha de setores estratégicos para o desenvolvimento que receberiam fortes subsídios, como foi o caso da indústria automobilística, que recebeu um aporte superior ao que receberam os projetos de mobilidade urbana. Em 2012, os subsídios do Tesouro

---

<sup>19</sup> Valor no ano de lançamento do programa, corrigido para R\$ 77,00 mensais por pessoa em 2014.

aos empréstimos do BNDES e também na equalização de taxas de juros do PSI chegaram a R\$ 12,7 bilhões. Além dos subsídios, o BNDES atuou com a proteção de setores através do programa de conteúdo nacional e também através de política de preços.

A Petrobras recebeu grande investimento do BNDES para a exploração e produção no pré-sal, que chegou a uma parcela de 10% do investimento no país. Barbosa Filho (2017), aponta que o grande problema nos investimentos na Petrobras, com recursos públicos, foi a sua elevação num momento em que a economia do país não apresentava crescimento, mas sim, redução da produtividade total dos fatores, gerando uma maior redução na capacidade de crescimento econômico em tal período.

Além do aumento nos investimentos destinados à Petrobras, o governo atuou através da política de controle de preços de seus derivados<sup>20</sup>. Os preços praticados a partir de 2011 foram inferiores aos preços internacionais, o que contribuiu para a deterioração financeira da empresa. Para atender à demanda interna, a Petrobras importou combustíveis a preços superiores do que praticava no mercado doméstico. Essa defasagem gerou perda de receita e acarretou no endividamento crítico ante as necessidades impostas na exploração do pré-sal (ALMEIDA; OLIVEIRA; LOSEKANN, 2015). A intervenção no setor energético ocorreu também na área de energia elétrica<sup>21</sup>, com a redução de tarifas de geração e transmissão de energia, além da intervenção em concessões e permissões de distribuidoras de energia elétrica, que apresentassem alguma dificuldade para manter a qualidade do serviço.

### **3.2.3 Consequências das políticas adotadas no período 2010–2014**

Ainda no primeiro ano de governo Dilma, foi possível observar uma política monetária pouco menos flexível juntamente com o amparo de uma política fiscal restritiva. A contração monetária aliada à apreciação da moeda nacional promoveu uma trajetória de queda da inflação. O início do mandato Dilma, em 2011, já contrasta com o ciclo de flexibilização das políticas econômicas dos anos anteriores.

---

<sup>20</sup> O mercado de derivados do petróleo é livre no Brasil desde 2002. O fato da Petrobras dominar o parque de refino nacional, traz à empresa a responsabilidade de abastecer o mercado interno. Assim, ela determina os preços no mercado interno e, a partir de 2011 passou a praticar preços inferiores ao internacional. A política de preços da empresa segue padrões definidos pelo conselho de administração, cuja maioria representa o acionista controlador, a União (ALMEIDA; OLIVEIRA; LOSEKANN, 2015).

<sup>21</sup> Lei nº 12.783/2013 promoveu a renovação das concessões de transmissão e geração de energia que venciam até 2017, e das medidas provisórias 591/2012 e 605/2013, com redução dos custos de transmissão e encargos setoriais.

O ajuste fiscal, a fim de cumprir com as metas de superávit fixadas pelo governo, fez com que, pela primeira vez, em dezessete anos, o governo não aumentasse o salário mínimo real. Com isso, a austeridade do Governo Dilma decreta – mesmo que não “oficialmente” – o fim da política de valorização do salário mínimo real que, até então, havia gerado bons frutos ao país.

O agravamento da crise europeia e sua repercussão sobre a demanda por exportações brasileiras, além dos reflexos no preço internacional das *commodities* e a incerteza que pairava novamente sobre a economia mundial foi acompanhada também da incerteza a nível interno, levando a uma desaceleração do consumo e dos investimentos. Tais mudanças no cenário externo forçaram o BC reduzir a taxa de juros em 2012. Observou-se no período, uma recuperação nos preços internacionais das commodities, o que auxiliou a impulsionar a inflação para acima do centro de sua meta que era de 4,5%. A taxa de juros foi reduzida para 7,25% a.a.<sup>22</sup> em 2012, mostrando uma pequena flexibilização no tripé macroeconômico. Como apontado por Modenesi et al. (2013), nesse período o BC atuou contra o consenso do mercado que previa a manutenção da taxa básica de juros e não sua constante queda, já que a inflação naquele ano se manteve acima da meta. Esse processo demonstrou o importante papel que a Selic desempenhava na política monetária, mesmo com o uso em conjunto de instrumentos alternativos de política econômica.

O setor industrial foi um dos mais sentiram as consequências da retração da atividade econômica no Brasil, que foi agravado pelo aumento da competitividade e das incertezas do cenário econômico mundial, demonstrando um crescimento praticamente nulo da produção industrial em 2011 (SILVA; TERRA, 2012).

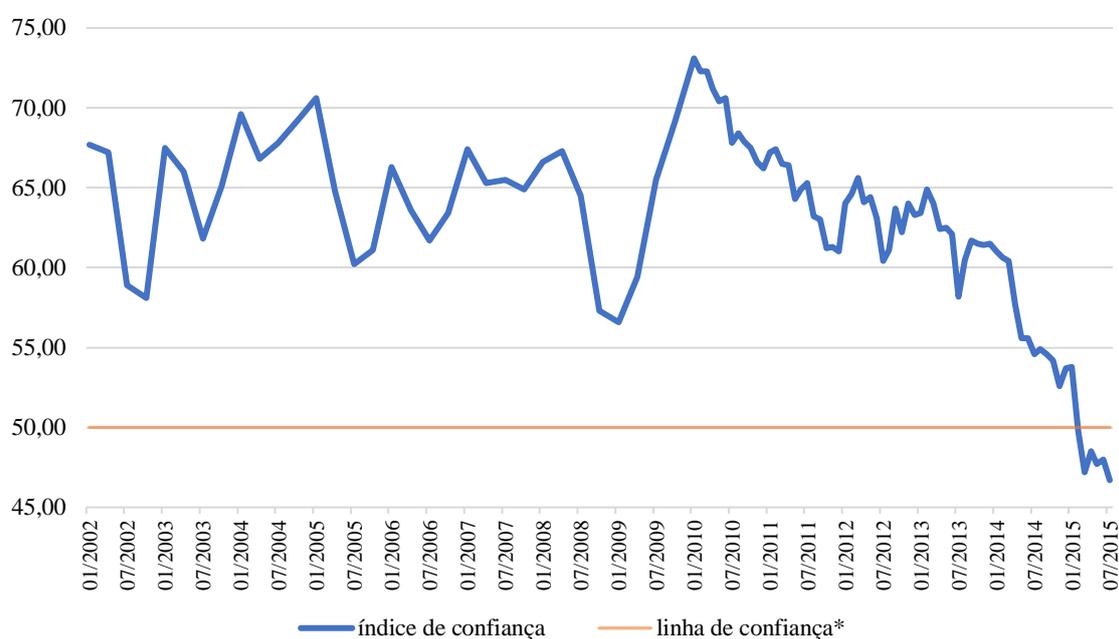
Apesar das isenções fiscais promovidas pelo governo a fim de estimular o investimento no país, o setor privado não respondeu como o desejado, não ocorrendo grandes aumentos na demanda agregada. Serrano e Summa (2015) apontam que, na verdade, as isenções somadas à desaceleração da economia brasileira em 2011 resultaram na redução das receitas tributárias, fazendo com que o superávit primário caísse, em 2013, e apresentasse resultado primário negativo, em 2014. A dificuldade em cumprir a meta de superávit fiscal fez com que o Tesouro usasse de “contabilidade criativa” e “pedaladas fiscais” já em 2012, gerando uma crise de confiança no mercado (ROMEERO, 2016). Segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), o índice de confiança do

---

<sup>22</sup> Meta fixada pelo COPOM na reunião de 10/10/2012 e mantida até 29/05/2013.

empresário industrial, que mostra a expectativa sobre a empresa no Brasil, iniciou uma trajetória de redução a partir de julho de 2010, como pode ser observado no gráfico 8. Dwecke e Teixeira (2017), apontam que, segundo o FMI, o uso da chamada “contabilidade criativa” foram utilizados por diferentes países após a crise, inclusive desenvolvidos, a fim de contornar a rigidez nas regras fiscais com a necessidade de atuar através de medidas anticíclicas a partir de 2008. Isso se deve ao conflito da necessidade de uma política econômica eficiente para evitar rapidamente a crise e as metas fiscais rígidas no curto prazo (alteradas somente por legislação).

**Gráfico 8. Índice de confiança do empresário industrial**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CNI.

\*Valores acima de 50 pontos indicam confiança do empresário. Quanto mais acima de 50 pontos, maior e mais disseminada é a confiança.

Ainda segundo Dweck e Teixeira (2017), a redução do resultado primário foi causada pela retração das receitas no período e não pelo aumento de gastos públicos desenfreados, inclusive, a taxa média do crescimento dos gastos no governo Dilma foi menor que nos governos anteriores.

Outro fator importante para compreender o cenário econômico no segundo governo Dilma, foram as manifestações de 2013, formando um campo fértil para uma oposição à política econômica do governo Dilma e, por consequência, também ao governo Lula, forçando o governo tomar medidas para “agradar” essa oposição.

Em 2014, o governo procurou retornar ao tripé macroeconômico, ao que se juntou com o ajuste fiscal promovido no II Governo Dilma, com o objetivo de direcionar a inflação para o centro da meta, além de retomar a confiança “do mercado” (dos empresários) e, assim, esperavam os ortodoxos, promover o crescimento da produtividade. Porém, o que se pode observar é que a própria adoção da Nova Matriz agravou o cenário de incertezas na economia brasileira a partir de 2012 devido as suas contradições na política macroeconômica. Uma das contradições observadas foi a retomada do aumento da taxa básica de juros pelo BC, afim de controlar a inflação, ao mesmo tempo em que o Ministério da Fazenda mantinha incentivos ao consumo das famílias<sup>23</sup>. A política de estímulos a demanda agregada foi um dos fatores essenciais para os primeiros anos do pós-crise econômica internacional. Porém, a partir de 2011, com todo o cenário de incerteza e preocupação do governo com o aumento da inflação, a política de estímulos e a dependência da ampliação do consumo das famílias (instrumento com seus limites) andou em choque com a própria postura do governo.

Para Borges (2017), erros da política econômica dentro da Nova Matriz seriam os responsáveis por parte da desaceleração do crescimento econômico desse período, somados a fatores externos à política econômica doméstica.

---

<sup>23</sup> Ver Nassif (2015).

## Considerações finais

Em 2008, a economia dos EUA encarou sua maior crise financeira pós Grande Depressão em meio a políticas de liberalização financeira, mercado desregulado, taxas de juros baixas e excesso de liquidez, crescimento quase que incontrolável de empréstimos *subprime* e déficits fiscal e em transações correntes. Mercados de outros países que possuíam os títulos “tóxicos” foram rapidamente afetados; assim, a economia mundial sentiu os efeitos da queda da demanda global. O FED começou a intervir através do financiamento de ativos ilíquidos associados a hipotecas, empréstimos e Programas para socorrer o mercado. Assim como o FED, governos e bancos centrais de vários outros países agiram de forma não-convencional durante a crise.

No Brasil não foi diferente. Apesar de não haver operações relacionadas ao *subprime*, além da grande entrada de capital estrangeiro que vinha acontecendo, havia um excesso de operações relacionadas ao câmbio que influenciava empresários e investidores. O país estava em meio a um *boom* nas operações de crédito e preços de *commodities*, com isso, as grandes empresas exportadoras foram as primeiras a sentir os efeitos da crise no Brasil. A crise demonstrou ao país a fragilidade financeira do setor produtivo que apresentava alta exposição a derivativos de câmbio.

No início da crise, os bancos privados brasileiros iniciaram um processo de contração do crédito, com a taxa de crescimento do estoque de crédito declinando abruptamente, prejudicando o nível de produção no país. Como primeiro sinal do uso de instrumento anticíclico, o BCB liberou parcialmente o compulsório a fim de melhorar a fluidez no mercado financeiro. Mesmo assim, os bancos privados continuaram contraindo o crédito e reduzindo o número de financiamentos. Dessa forma, o Governo dá início à atuação dos bancos públicos como medida anticíclica, amenizando o risco de uma crise sistêmica. A principal orientação foi de ampliação e criação de novas linhas de crédito para estimular a demanda e suprir a escassez de crédito para empresas.

O BNDES atuou ostensivamente no PAC, além de participar financeiramente na aquisição ou fusão de empresas no Brasil e no exterior. O BB elevou sua oferta de crédito para empresas e famílias, intensificou a compra de carteiras de crédito de bancos menores, além de aumentar suas linhas de crédito consignado, financiamento para aquisição de veículos e financiamento habitacional. A CEF ampliou os seus financiamentos habitacionais através do Programa “Minha Casa, Minha Vida”, como também na ampliação no fornecimento de capital de giro para indústria, comércio e serviços. No final

de 2009, os bancos privados começaram a reagir ao avanço dos bancos públicos no mercado de crédito brasileiro buscando ser, também, mais agressivos a fim de não perder muita participação de mercado para os bancos públicos.

A manutenção da atividade econômica no Brasil, no período da crise, ocorreu através do uso do crédito dos bancos públicos, o que ajudou a manter a estabilidade financeira inclusive de agentes não-financeiros, viabilizando o retorno do crescimento econômico no país mais rápido do que em vários outros países. Isso se deu, principalmente, por sustentar a demanda agregada também através do aumento do consumo das famílias por meio de uma combinação de: expansão do crédito, criação de empregos formais, aumento do salário real e da adoção de políticas fiscais e monetárias expansionistas.

Em 2010, os países desenvolvidos afetados pela crise financeira iniciavam seu processo de recuperação econômica – lento e incompleto, fazendo com que o comércio mundial apresentasse uma melhora. A dependência do setor exportador no Brasil auxiliou na melhoria da taxa de crescimento do PIB naquele ano. Porém, a partir de 2010, iniciou-se no Brasil – assim como em outros países – um cenário de políticas mais restritivas. O país deixa de usar, com maior intensidade, as políticas que haviam impulsionado o crescimento econômico durante a crise financeira de 2008

A principal mudança ocorrida na política econômica, em 2010 e 2012, foi o caráter contracionista da política fiscal a fim de atingir a meta de superávit primário. A redução do investimento público a partir de 2011 foi fundamental na desaceleração da economia. Essa posição gerou um impacto negativo na demanda agregada, resultando em um menor crescimento econômico. A busca pelo cumprimento da meta de superávit primário foi feita pelo governo de forma austera através de metas fixas.

Ao mesmo tempo em que a economia brasileira assumiu uma postura mais rígida frente à política fiscal, a incerteza nos cenários externo e interno também contribuiu para a contração dos investimentos no período. O cenário externo desfavorável apresentava pressões sobre os preços internacionais das commodities, além da menor demanda pelas exportações brasileiras, uma vez que o comércio internacional volta a cair em 2011, após uma pequena recuperação em 2010.

Em 2011, o governo inicia o uso de medidas de controle do crédito, via contenção da demanda, a fim de evitar uma bolha especulativa que afetasse a inflação. Ou seja, as medidas macroprudenciais foram utilizadas para conter, ao menos parcialmente, algo que o próprio governo estimulou através das políticas anticíclicas. Porém o uso de tais

medidas, ao encarecer o crédito e reduzir a demanda, aceleraram a reversão do crescimento econômico. Além disso, a combinação dessas medidas com juro nominal alto encerrou o processo de crescimento do consumo e aumentou a taxa de inadimplência no país.

A partir de 2011, inicia-se uma fase descendente no investimento público, que perdura até 2015, retornando a patamares muito semelhantes aos observados na década de 1990<sup>24</sup>. Para estimular o investimento no país, nesse período, o governo lançou uma série de isenções fiscais; o setor privado, porém, não correspondeu como esperado. O estímulo ao investimento privado, na tentativa de fazer o setor privado puxar o crescimento econômico no país não produziu o efeito esperado sobre a demanda agregada. Além disso, as isenções, junto com a desaceleração da economia brasileira em 2011, reduziram as receitas tributárias, fazendo com que o superávit primário caísse em 2013 e apresentasse resultado primário negativo no ano seguinte. Com isso, em 2014, o governo retoma o tripé macroeconômico, juntamente com o ajuste fiscal, para direcionar a inflação ao centro da meta, tentando, também, retomar a confiança dos empresários.

A complexidade em destacar um ator principal na desaceleração da economia brasileira, a partir de 2011, traz uma gama de discussões. Podemos, aqui, destacar a mudança na orientação das políticas econômicas, que resultou numa menor taxa de crescimento da demanda agregada e dos investimentos, somado a fatores exógenos à economia doméstica brasileira.

Fica claro que a perda da credibilidade da política macroeconômica foi responsável por um efeito “contaminador” que auxiliou na perduração da crise econômica no país. As condições financeiras e de comércio internacional que, até então, exerciam grande influência nos resultados, tiveram papéis complementares, mas não menos importantes, na desaceleração da nossa economia.

---

<sup>24</sup> Ver Tabela 1.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Julio G. **Como o Brasil superou a crise**. Dossiê da crise II. Associação Keynesiana Brasileira, ago. 2010.

ALMEIDA, E. L. F; OLIVEIRA, P. V; LOSEKANN, L. **Impactos da contenção dos preços dos combustíveis no Brasil e opções de mecanismos de precificação**. Revista de Economia Política, vol. 35 nº 3. São Paulo, 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2011). Normas do CMN e do BC. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2011&numero=4019>. Acesso em fev. 2018.

\_\_\_\_\_ (2017). Notas econômico-financeiras para a imprensa. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/>. Acesso em fev. 2017.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (2011). Relatório Anual 2011. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/relatorio-anual/Relatorio\\_Anual\\_2011](https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/relatorio-anual/Relatorio_Anual_2011). Acesso em: dez. 2017.

BARBOSA FILHO, F. H. **A crise econômica de 2014/2017**. Estudos Avançados, vol. 31, nº 89. São Paulo, abr. 2017.

BARBOSA, F. H; PESSOA, S. **Desaceleração recente da economia**. In: Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil. Centro de Debates de Políticas Públicas (CDPP). Set. 2014.

BLYTH, Mark. *Austerity: The history of a dangerous idea*. New York: Oxford University Press, 2013.

BORGES, Bráulio. **Debate dos impactos da nova matriz econômica**: a visão de que há exagero. Revista Conjuntura Econômica. FGV/ IBRE, vol. 71 n. 11, nov. 2017.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. **O governo Dilma frente ao “tripé macroeconômico” e à direita liberal e dependente**. Fundação Carlos Chagas. Revista Novos Estudos, CEBRAP. n. 95, mar. 2013.

BULLIO, Olívia. **Bancos “Shadow Banks” e moeda endógena**: desafios à política monetária do *Federal Reserve* no século XXI. Tese de doutorado. Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2015.

CARDEAL, Regina. **Fed detalha empréstimos de US\$ 3,3 trilhões feitos no auge da crise**. O Estado de São Paulo. 01 de dezembro de 2010. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,fed-detalha-emprestimos-de-us-3-3-trilhoes-feitos-no-auge-da-crise,45805e>> Acesso em: jul. 2017.

CARVALHO, Fernando J. C. **Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos**. Rio de Janeiro, 1988.

\_\_\_\_\_. **Entendendo a recente crise financeira global.** Dossiê da crise. Associação Keynesiana Brasileira, nov. 2008.

CEMEC. **Investimento e recessão na economia brasileira 2010 – 2015.** In Nota CEMEC. Instituto IBMEC, out. 2015.

CINTRA, Marcos A. M; FARHI, Maryse. **A crise financeira e o *global shadow banking system*.** Revista Novos Estudos – CEBRAP n.82. São Paulo, nov. 2008.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. Estatísticas. Disponível em: <http://www.portaldaindustria.com.br/cni/estatisticas/>. Acesso em jan. 2019.

COSTA, Frederico L; CASTANHAR, José C. **Avaliação de programas públicos: desafios conceituais e metodológicos.** Revista de Administração Pública, v. 37 n°5, p. 962-969, Rio de Janeiro, set./out. 2003.

DAVIDSON, Paul. **A grande crise financeira de 2008-2009.** *Post-scriptum In: Grandes Pensadores da Economia: John Maynard Keynes.* Ed. Actual, 2011.

DE PAULA, Luiz F. **Preferência pela Liquidez e a Natureza da “Crise” Brasileira.** Dossiê da crise. Associação Keynesiana Brasileira, nov. 2008.

DE PAULA, L. F; PIRES, M. **Crise e perspectivas para a economia brasileira.** Estudos Avançados, vol. 31 n° 89. São Paulo, 2017.

DWECK, E; TEIXEIRA, R. A. **A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica.** Texto para discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, jun. 2017.

FARHI, M. et al. **A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional.** Revista de Economia Política, vol. 29 n° 1. jan-mar, 2009.

FELKERSON, James. **\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed’s Bailout by Funding Facility and Recipient.** Levy Economics Institute of Bard College Working Paper, n. 698, 2011.

FREITAS, Maria C. P. **Estratégias concorrenciais e crédito bancário no Brasil no contexto pós-crise.** Boletim de Economia, Temas Setoriais. FUNDAP. São Paulo, agos. 2011.

GALBRAITH, James K. **The Great Crisis and the American Response.** Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief, n. 112; 2010.

GALBRAITH, James K. **Four crisis books: a review essay.** International Finance, v. 14, n. 2, p. 361-371. Summer, 2011.

GONÇALVES, Reinaldo. **O nó econômico.** Ed. Record, Rio de Janeiro, 2002.

GONÇALVES, R. et al. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira.** ed. Campus, 2. ed. 1998.

GREENSPAN, Alan. **The Age of Turbulence**. New York: The Penguin Press, 2007.

GUERRERA, Francesco. *JPMorgan to buy Bear Stearns for \$ 236 m*. *Financial Times*, New York. March 16, 2008. Disponível em: <https://www.ft.com/content/e2206ed2-f380-11dc-b6bc-0000779fd2ac>. Acesso em: jun. 2017.

GUTTMANN, Robert. *Financial globalization and post-crisis perspectives*. *The Perspective of the World Review*, 1(1), 53–68, 2009.

HERMANN, Jennifer. **Da liberalização à crise financeira norte-americana: a morte anunciada chega ao paraíso**. Dossiê da crise: Associação Keynesiana Brasileira. Nov. 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA –IBRE (2013). **O Brasil ainda é uma economia fechada, e isso não é bom para o desenvolvimento**. Carta do IBRE, Revista Conjuntura Econômica, nov. 2013.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (2011). **Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003 – 2010**. Comunicados do IPEA, n. 105. Brasília, agosto de 2011. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/portal/>>. Acesso em mar. 2018.

\_\_\_\_\_ (2017). Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em fev. 2017.

\_\_\_\_\_. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38414>. Acesso em fev. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Série Contas Nacionais. Disponível em <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/todos-os-produtos-estatisticas.html>. Acesso em dez. 2018

JORGE, Caroline T; MARTINS, Norberto M. **Política fiscal e a desaceleração da economia brasileira no governo Dilma (2010 – 2012)**. Texto para discussão n. 013. Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro, 2013.

KEYNES, John M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda** (ed. original: 1936). São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MACEDO e SILVA, Antonio C. **Macroeconomia sem equilíbrio**. Petrópolis, RJ: Editora Vozes, 1999.

MANTEGA, Guido. **O primeiro ano da nova matriz econômica**. Valor Econômico. 19 de dezembro de 2012. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/2945092/o-primeiro-ano-da-nova-matriz-economica>. Acesso em: jan. 2018.

MELLO, Guilherme S. **Os Derivativos e a Crise do Subprime: O capitalismo em sua “quarta dimensão”**. Tese de Doutorado: Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2013.

MESQUITA, Mário. **A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo.** In: Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil. Centro de Debates de Políticas Públicas (CDPP). Set. 2014.

MINISTRÉRIO DA INÚSTRIA, COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/balanca-comercial>. Acesso em fev. 2018.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (2007). **PAC e a Política Econômica do Governo.** Apresentação do ministro Guido Mantega no XIX Fórum Nacional do INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos, maio de 2007. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/>. Acesso em fev. 2017.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (2009). **Panorama da Economia Brasileira: superando a crise.** Apresentação do ministro Guido Mantega. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/>. Acesso em fev.2017.

MINSKY, Hyman P. *Can “it” happen again? Essays on instability and finance.* M.E. Sharpe, 1982.

\_\_\_\_\_. **Estabilizando uma economia instável.** (ed. original: 1986) Novo Século, 2. ed. Osasco, SP. 2013.

\_\_\_\_\_. *Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic.* The Jerome Levy Economics Institute Bard College, 1991.

MODENESI, André M. et al. **Reestruturando o arcabouço de Política Econômica em um contexto de crise:** em direção a uma nova convenção? Dossiê da Crise IV. Associação Keynesiana Brasileira, out. 2013.

NASSIF, André. **As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira.** Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3. São Paulo, jul/set. 2015.

ORAIR, Rodrigo O. **Investimento público no Brasil:** trajetórias e relações com o regime fiscal. Texto para discussão IPEA. Rio de Janeiro. Julho, 2016.

OREIRO, J. L; BASÍLIO, A. C. **A Crise Financeira Brasileira:** uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira a la Minsky. Dossiê da crise: Associação Keynesiana Brasileira, nov. 2008.

PRATES, Daniela M; CUNHA, André M. **O efeito-contágio da crise financeira global nos países emergentes.** Encontro nacional de economia política. São Paulo: PUC-SP, jun. 2009.

POSSAS, Mario L. **A dinâmica da economia capitalista:** uma abordagem teórica. São Paulo: Brasiliense, 1987.

REZENDE, Felipe. *Financial fragility, instability and the Brazilian crisis: a Keynes-Minsky-Godley approach. Discussion paper n.1* MINDS, 2016. Disponível em: [www.minds.org.br](http://www.minds.org.br). Acesso em: nov. 2017.

RODRIGUES, R. S.; FERREIRA, L. S. **Política Fiscal e a Crise Internacional: uma análise heterodoxa.** In: *VI Encuentro Internacional de Economía Política y Derechos Humanos*, 2012, Buenos Aires. *VI Encuentro Internacional de Economía Política y Derechos Humanos*, 2012.

RODRIGUES, Natália W. **Entenda melhor o que são medidas macroprudenciais e sua atuação na economia.** InfoMoney, 25 de março de 2011. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2066656/entenda-melhor-que-sao-medidas-macroprudenciais-sua-atuacao-economia>. Acessado em: jan. 2018.

ROMEERO, Cristiano. **Transição para a nova política econômica afetou o PIB, diz Holland.** Valor Econômico 17 de dezembro de 2012. Brasília, 2012.

ROMEERO, Cristiano. **Uma breve história do desastre brasileiro.** Valor Econômico 06 de janeiro de 2016. São Paulo, 2016.

ROSSI, Pedro; MELLO, Guilherme S. **Componentes macroeconômicos e estruturais da crise brasileira: o subdesenvolvimento revisitado.** *Brasilian Keynesian Review*, 2 (2), p. 252 – 263. 2º semestre/ 2016.

SCHYMURA, L. G. **O complexo mapeamento das causas da desaceleração do governo Dilma.** Revista Conjuntura Econômica, FGV/ IBRE, vol. 69 n. 2, fev. 2015.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. **Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000.** IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Rio de Janeiro, ago. 2011.

\_\_\_\_\_. **A Desaceleração Rudimentar da Economia Brasileira desde 2011.** Revista OIKOS vol. 11, nº 2. P. 166-202. Rio de Janeiro, 2012.

\_\_\_\_\_. **Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014.** *Center of economic and policy research*, ago. 2015.

SILVA, C. G; TERRA, F. H. B. **O desempenho econômico brasileiro em 2011 e perspectivas para 2012: uma análise rápida em um período complexo.** Revista de Economia e Tecnologia, vol. 8 n. 1, jan/mar. 2012.

STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial.** Cia. Das Letras: São Paulo, 2010.

STRACHMAN, E; SIGNORINI, I. **The recent economic crisis in Brazil and beyond: some discussions on the weight of empirical issues, methodology and rhetoric.** In POWER, Kate; ALI, Tanweer; LEBDUŠKOVÁ, Eva (Eds.) *Discourse Analysis and Austerity: Critical Studies from Economics and Linguistics*. London: Routledge, 2019.

TAYLOR, John B. **Economic policy and the financial crisis: an empirical analysis of what went wrong.** *Critical Review*, v. 21, n. 2–3, p. 341-364. 2009.

TORRES FILHO, Ernani T. **Entendendo a crise do subprime.** In: *Visão do Desenvolvimento* nº 44. Rio de Janeiro: BNDES, 2008.

WALLISON, Peter J. *Cause and effect: government policies and the financial crisis*. Critical Review, v. 21, n. 2, p. 365-376. 2009a.

WALLISON, Peter J. *Credit-default swaps are not to blame*. Critical Review, v. 21, n. 2, p. 377-387. 2009b.

WOLF, Martin. **As transições e os choques**: o que aprendemos – e o que ainda temos de aprender – com a crise financeira. Cia Das Letras: São Paulo, 2015.

WRAY, L. Randall. *The return of the big government: Policy advice for President Obama*. The Levy Economics Institute of Bard College. n.99, 2009.

ZENDRON, Patrícia. **Instituições Bancárias, Concessão de Crédito e Preferência pela Liquidez**: Três Ensaio na Perspectiva Pós-Keynesiana. UFRJ. Tese de Doutorado: UFRJ. Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2006.