

Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC  
Centro Sócioeconômico - CSE  
Departamento de Economia e Relações Internacionais - CNM

WAGNER STEPHAN VICENZI

ANÁLISE DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS PRINCIPAIS EMPRESAS  
BRASILEIRAS NO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR E POSTERIOR À CRISE  
FINANCEIRA DE 2008: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA SOBRE  
FRAGILIDADE FINANCEIRA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA

Florianópolis, 2015

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC

Centro Sócioeconômico

Departamento de Economia e Relações Internacionais

**WAGNER STEPHAN VICENZI**

**ANÁLISE DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS PRINCIPAIS EMPRESAS  
BRASILEIRAS NO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR E POSTERIOR À CRISE  
FINANCEIRA DE 2008: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA SOBRE  
FRAGILIDADE FINANCEIRA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA**

Monografia submetida ao curso de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal de Santa  
Catarina para a obtenção do grau de bacharelado

**Orientador: Wagner Leal Arienti**

Florianópolis, 2015

**WAGNER STEPHAN VICENZI**

**ANÁLISE DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS PRINCIPAIS EMPRESAS  
BRASILEIRAS NO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR E POSTERIOR À CRISE  
FINANCEIRA DE 2008: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA SOBRE  
FRAGILIDADE FINANCEIRA E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA**

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota 8,0 ao aluno Wagner Stephan Vicenzi na disciplina CNM 7107 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Wagner Leal Arienti  
Orientador

---

Prof. Dr. Daniel Vasconcelos  
Membro da Banca

---

Prof. Dr. Armando de Melo Lisboa  
Membro da Banca

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos aqueles que de alguma forma acreditaram em mim e me apoiaram, pois estes tornaram todo o percurso mais agradável. Registro também, um agradecimento especial ao professor Wagner Leal Arienti, que, pacientemente, me ajudou na realização deste trabalho desde o início.

*“Deus, faça com que seja igual à água que mesmo adotando a forma do jarro que a contém, jamais deixa de ser água”.*

*Antiga oração chinesa*

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo, introduzir à crise financeira de 2008, apresentar a causa da crise, as consequências e algumas medidas adotadas como tentativa de conter o impacto na economia global, expor a teoria de Keynes e pós-keynesianos, a concepção desses economistas sobre sistemas financeiros, crises e efeitos na economia real, para então analisar o nível de endividamento das principais empresas brasileiras e os indicadores macroeconômicos do Brasil sob a abordagem pós-keynesiana de fragilidade financeira e instabilidade macroeconômica.

VICENZI, Wagner. **Análise do nível de endividamento das principais empresas brasileiras no período imediatamente anterior e posterior à crise financeira de 2008: uma abordagem pós-keynesiana sobre fragilidade financeira e instabilidade macroeconômica.** Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

Palavras-chave: crise financeira de 2008; endividamento das empresas brasileiras; pós-keynesianos.

## ÍNDICE DE FIGURAS E QUADROS

Figura 1 – Relação Ideal entre Sistema Financeiro e a Economia Real.....	6
Figura 2 – Taxa <i>Prime</i> para o período de 2000-2010.....	18
Figura 3– Índice S&P/Case-Shiller de variação nominal no preço dos imóveis norte-americanos com início da série no ano 2000 até maio de 2013.....	19
Figura 4 – <i>Ted spread</i> de 2006 a 2011.....	22
Figura 5 – Vendas no varejo (cinza) e confiança do consumidor (azul) nos Estados Unidos de Fevereiro de 2007 a fevereiro de 2010.....	24
Figura 6 – Estímulo fiscal adicional após a crise financeira de 2008 (por país).....	27
Figura 7 – Crescimento real do PIB para Brasil (branco), Estados Unidos (cinza) e para o mundo (vermelho).....	28
Quadro 1 – Nível de emprego e Demanda Efetiva.....	30
Quadro 2 – Diferentes tipos de estrutura financeira das empresas.....	36

## ÍNDICE DE GRÁFICO E TABELAS

Gráfico 1 – Variação do PIB brasileiro entre 2006 e 2013.....	41
Gráfico 2 – Evolução da relação Crédito/PIB no Brasil de dezembro de 2003 a outubro de 2008.....	42
Gráfico 3 – Prazo Médio dos Empréstimos (em dias corridos).....	43
Gráfico 4 – Taxa Média de Juros das Operações de Crédito (anual).....	44
Gráfico 5 – Desempenho trimestral do Dólar americano de 2006 a 2010.....	45
Gráfico 6 – Desempenho trimestral do Dólar americano de 2006 a 2010.....	46
Gráfico 7 – Participação do Saldo de Operações de Crédito das Instituições Financeiras por Origem no Total de Operações realizadas (em %).....	48
Gráfico 8 – Relação Crédito/PIB de dezembro de 2008 a dezembro de 2013.....	49
Gráfico 9 – Origem das Operações de Crédito de dezembro de 2004 até dezembro de 2013.....	50
Gráfico 10 – Índice de Liquidez Corrente e Índice de Endividamento Total das principais empresas de serviços financeiros da Bovespa entre 2006 e 2013.....	53
Gráfico 11 – Variação da Dívida Total Líquida e do Valor de Mercado (ambos em dólar americano) de 317 empresas não financeiras listadas na Bovespa entre o primeiro trimestre de 2006 e o último trimestre de 2013.....	54
Gráfico 12 – Variação do Ibovespa e do Dólar Americano entre o primeiro trimestre de 2006 e o quarto trimestre de 2013.....	55
Tabela 1 – Investimento Externo Direto e Investimento Externo em Portfólio entre 2006 e 2010 em milhões (US\$).....	45
Tabela 2 – Saldo da Balança de Pagamentos em milhões (US\$).....	46



## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	10
1.2 OBJETIVOS .....	11
1.2.1 Objetivo Geral.....	11
1.2.2 Objetivos Específicos.....	11
1.3 JUSTIFICATIVA .....	11
1.4 METODOLOGIA.....	14
1.5 REFERENCIAL TEÓRICO .....	16
2 CRISE FINANCEIRA DE 2008: CAUSA E CONSEQUÊNCIAS.....	18
2.1 EUA, TAXAS DE JUROS BAIXAS E A BUSCA POR MAIOR RENTABILIDADE	18
2.2 MECANISMOS DE AMPLIFICAÇÃO DA CRISE IMOBILIÁRIA DOS EUA.....	22
2.3 A CRISE FINANCEIRA SE TORNA UMA CRISE ECONÔMICA.....	25
3 KEYNES, PÓS-KEYNESIANOS E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA.....	31
3.1 A TEORIA ECONÔMICA E A CRISE FINANCEIRA.....	31
3.2 O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO E O CICLO ECONÔMICO .....	35
3.3 A INOVAÇÃO FINANCEIRA COMO PROPULSOR DA CRISE FINANCEIRA.....	37
3.4 A DINÂMICA DA ESTRUTURA FINANCEIRA E A TENDÊNCIA À FRAGILIDADE.....	40
4 O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS .....	42
4.1 MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL E A CRISE FINANCEIRA GLOBAL.....	42
4.2 A OFERTA DE CRÉDITO NO BRASIL NO PERÍODO PÓS-CRISE .....	49
4.3 ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS E A ECONOMIA BRASILEIRA.....	52
4.4 SÍNTESE CONCLUSIVA.....	56
5 CONCLUSÃO.....	58
6 REFERÊNCIAS .....	61

# 1 INTRODUÇÃO

*The schoolteacher asks Billy Bob: "If you have twelve sheep and one jumps over the fence, how many sheeps do you have left?" Billy Bob answers, "None." "Well," says the teacher, "you sure don't know your subtraction." "Maybe not," Billy Bob replies, "but I darn sure know my sheep." (GRAHAM, 2006, p. 242)*

## 1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

O último decênio apresentou algumas distorções no ambiente econômico mundial. Ao passo que os anos de 2004-2007 foram anos de grande euforia na economia global, com crescimento do PIB dos principais países desenvolvidos e emergentes, sobretudo os BRICS<sup>1</sup>, que apresentaram taxas de crescimento acima da média mundial e taxas de inflação relativamente baixa, contudo, entre 2008-2013 após a eclosão da crise financeira do *subprime*<sup>2</sup>, houve uma depressão profunda entre os países desenvolvidos que estavam diretamente ligados aos ativos de risco, ao passo que nos grandes emergentes, o período de 2008-2010 (imediatamente posterior a crise) o efeito não foi sentido de maneira semelhante aos demais países desenvolvidos, ou seja, o crescimento econômico permaneceu ainda que menos vigoroso que o período anterior (2004-2007).

Ocorre que nos anos seguintes, as economias emergentes, com destaque aqui para a economia brasileira, declinaram de forma substancial entre 2011-2013, com destaque para a queda acumulada do Índice Bovespa<sup>3</sup> neste triênio.

A fim de entender o fator motivador do desempenho da economia durante o decênio citado, será realizada uma análise do nível de endividamento das principais companhias listadas na bolsa (com base na metodologia utilizada para medir o índice até a data de 31/12/2013) e através de uma abordagem pós-keynesiana, interpretar o impacto dos preços das ações, a expectativa dos agentes e o desempenho da economia brasileira no período imediatamente anterior e posterior a crise econômica de 2008 e a sua relação com o mercado de crédito.

---

<sup>1</sup> Acrônimo criado pelo ex Economista chefe do banco Goldman Sachs para representar os países Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

<sup>2</sup> Em sentido amplo, subprime em inglês corresponde a crédito de alto risco, ficou conhecido na crise norte-americana de 2008 como instrumento financeiro motivador da alavancagem financeira dos agentes envolvidos.

<sup>3</sup> Índice que representa o valor de mercado das maiores companhias brasileiras de capital aberto. Fonte: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

O objetivo principal deste trabalho é analisar o nível de endividamento das maiores empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos imediatamente anterior e posterior a crise financeira de 2008, e avaliar o desempenho da economia brasileira através de uma abordagem pós-keynesiana.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

Os objetivos específicos do trabalho são essencialmente três:

- Apresentar o contexto econômico mundial no período que consiste entre 2004-2013, com ênfase na crise financeira de 2008.
- Introduzir a teoria pós-keynesiana e ressaltar a importância de abordar a teoria para a realização deste trabalho.
- Realizar uma apresentação do nível de endividamento das maiores empresas brasileiras no período imediatamente anterior e posterior a crise financeira de 2008, assim como o desempenho dos preços das ações em bolsa.
- Analisar as relações entre a estrutura financeira das empresas e o desempenho macroeconômico da economia brasileira.

## **1.3 JUSTIFICATIVA**

O fato de o crescimento da renda dos países não ser realizado de forma linear, implica na condição de que as economias capitalistas modernas vivem ciclos econômicos.

Como afirma John Maynard Keynes (2012, pg.285), “(...) por movimento cíclico, não entendemos simplesmente que essas tendências ascendentes e descendentes, uma vez iniciada, não persistem indefinidamente na mesma direção, mas que acabam por se inverter”.

A fim de decifrar as oscilações de mercado (períodos de crescimento robusto e períodos de crise econômica), a teoria keynesiana procura trazer à tona os efeitos que geram a crise econômica para então agir de modo a minimizar os efeitos negativos no emprego e na renda de uma economia monetária da produção.

A crise financeira internacional desencadeada em 2008, demonstrou a fragilidade do sistema financeiro e o impacto que momentos de instabilidade causam na economia real. A partir da conduta dos agentes no período de prosperidade na economia mundial entre, 2004 e 2007, o aumento do endividamento e a especulação financeira induziram a instabilidade macroeconômica de 2008.

Enquanto a teoria econômica de equilíbrio geral apresenta o conceito de que os mercados são eficientes e que estes tendem ao equilíbrio, e que as crises seriam originadas por distorções causadas pela intervenção do governo na condução de política econômica, sobrou a teoria keynesiana classifica a crise como indissociável a uma economia capitalista, e que as expectativas dos agentes sobre o futuro influenciam no equilíbrio de longo prazo. Para economistas pós-keynesianos como Hyman Minsky<sup>4</sup>, o caráter cíclico da economia capitalista com mercados financeiros desenvolvidos, advém de inovações financeiras e excesso de endividamento dos agentes no período de prosperidade, e que a redução da liquidez no período de crise, induziria a deflação de ativos e a insolvência desses agentes. *“Increased profits, also fuel the tendency toward greater indebtedness by easing lenders worries that new loans might go unpaid.”*(MINSKY, 2011)<sup>5</sup>

Dessa forma, a expectativa de ganhos futuros no período de bonança incentivaria os tomadores de empréstimos a adquirir mais dívidas julgando que os lucros futuros seriam maiores, enquanto os credores, por sua vez, facilitariam os empréstimos. Contudo, existiria o momento em que o nível de endividamento ficaria demasiado elevado, de forma que as empresas “(...) passariam a adquirir dívidas para quitar dívidas antigas e então vender ativos para quitar dívidas, o que em efeito agregado causaria uma queda no preço dos ativos dessas empresas, e iniciaria então um período de crise econômica” (MINSKY, 2009).

Deste modo, a crise, para os pós-keynesianos, tem caráter endógeno, estimulada principalmente pela alavancagem financeira, e seu estopim costuma acontecer quando os

---

<sup>4</sup> Economista falecido em 1996, ex-profesor da *University of George Washington* nos Estados Unidos, que ao lado de Paul Davidson ficou conhecido por fundar a base da teoria pós-keynesiana.

<sup>5</sup>“Aumento dos lucros também alimentam a tendência de maior endividamento, facilitando a percepção de credores de que novos empréstimos podem não ser pagos”. Tradução livre.

agentes deixam de honrar seus compromissos financeiros e então a percepção de incerteza quanto ao futuro toma conta dos agentes econômicos<sup>6</sup>. Essa percepção mostra que a diferença entre a teoria pós-keynesiana e a hipótese de mercados eficientes consiste na condição de que os riscos não podem ser precificados de forma eficiente pelo mercado financeiro, e que o fator motivacional do crescimento e da crise são as expectativas sobre o desempenho futuro da economia.

Para contribuir com a análise pós-keynesiana de crise econômica, o trabalho a ser desenvolvido visará compreender o desempenho econômico do Brasil durante o período imediatamente anterior e posterior a crise econômica de 2008, através da investigação do comportamento do nível de endividamento das principais empresas brasileiras de capital aberto e o desempenho da economia nacional no período.

---

<sup>6</sup> O economista norte-americano Paul McCulley usou o termo “Minsky Moment” pela primeira vez em 1998 para definir a crise na Rússia que envolvia o processo de incapacidade dos agentes de pagarem suas dívidas uma vez que estavam muito alavancados. (WHALEN, 2008)

## 1.4 METODOLOGIA

Este trabalho se caracterizará como uma análise empírica por ter o objeto de pesquisa os dados referentes ao desempenho de variáveis macroeconômicas e relacioná-las com indicadores de endividamento das principais companhias brasileiras de capital aberto com o apoio da bibliografia referente à teoria pós-keynesiana.

O conjunto de procedimentos básicos utilizados para realização do trabalho no âmbito de uma pesquisa quantitativa será composto essencialmente por: 1) coleta de dados; e 2) construção de indicadores. Feito isso, a análise de dados será realizada conforme a base teórica sugere.

A opção por investigar o endividamento das grandes empresas nacionais consiste em formar uma análise entre a estrutura financeira dessas empresas e a instabilidade econômica, como forma de testar a hipótese de Minsky sobre a tendência à fragilidade financeira das empresas no fim de um ciclo econômico. A teoria se desenvolve considerando a tese de que o otimismo gerado em tempos de crescimento econômico acompanha a contratação de novas dívidas para realizar novos investimentos com base em expectativas de fluxo de rendimentos futuros estimado, ao passo que a dívida contratada implica em um custo “certo” para a empresa, diferente do lucro “incerto” estimado na realização do investimento. “Choques exógenos combinados com fragilidade financeira das empresas podem gerar reversões cíclicas e recessões profundas” (MINSKY, 2011). Cabe investigar esta hipótese.

Desta forma, o excesso de investimento agregado, concomitante a uma insuficiência de demanda, provoca a queda nos preços dos ativos de capital devido à reversão nas expectativas e ao aumento da preferência pela liquidez, o que reduz o acesso a novos financiamentos das empresas e dificulta o pagamento de compromissos financeiros.

A realização da pesquisa ocorrerá mediante análise da estrutura de capital das principais companhias no período pré-crise financeira (de 2008), a estrutura de capital das mesmas companhias no período concomitante a crise e imediatamente posterior a ela. Essa sequência de análise permitirá correlacionar os dados das companhias com indicadores macroeconômicos da economia brasileira e dados do sistema financeiro nacional, para então, testar a hipótese da teoria pós-keynesiana de fragilidade financeira para o caso brasileiro.

O primeiro capítulo trata de um capítulo de caráter histórico-descritivo da origem e das consequências da crise financeira de 2008, e o objetivo é expor ao leitor as condições existentes no período que precederam a crise, assim como a passagem da crise financeira para uma crise real, e apresentar as medidas tomadas para conter o impacto desta no ambiente econômico global.

Já o segundo capítulo foi elaborado como um capítulo teórico, cujo objetivo é apresentar a teoria de Keynes e dos pós-keynesinos, assim como a contribuição destes para a compreensão de ciclo econômico e crise financeira, sobretudo para utilizar este referencial como guia nas análises que seguirão sobre a crise de 2008 e a economia brasileira.

O terceiro capítulo tem caráter empírico e seu objetivo é apresentar as condições existentes na economia brasileira no período imediatamente anterior e posterior a crise financeira de 2008, e, com base no referencial teórico, expor a relação entre o endividamento das maiores empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e o desempenho das variáveis macroeconômicas brasileiras.

Os dados a serem analisados foram coletados no software Economática©, IBGE<sup>7</sup> e Banco Central do Brasil, são eles: Dívida Líquida Total em US\$ das 317 maiores empresas de capital aberto da Bolsa de Valores de São Paulo, Valor de Mercado das mesmas empresas, Índice de Liquidez Corrente das empresas financeiras que compõe o Índice Bovespa, Índice de Endividamento Total, a variação do PIB do país, o preço do Dólar americano em reais, o Índice Bovespa, a origem das operações de crédito no Brasil, o total das operações de crédito com relação ao PIB e prazo médio das operações de crédito. Os dados coletados das empresas e dos indicadores financeiros correspondem à série trimestral com início em 01/01/2006 e término em 31/12/2013. Os demais dados são anuais com início em janeiro 01/01/2003 e término em 31/12/2013.

---

<sup>7</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br)

## 1.5 REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Marion, *et al* (2002, p.38), “O referencial teórico deve conter um apanhado do que existe de mais atual na abordagem do tema escolhido”.

Desta forma, o referencial teórico utilizado neste trabalho, contempla utilizar a abordagem pós-keynesiana no cerne de financeirização da economia, do excesso de endividamento como motor de períodos de prosperidade econômica e como motivador da posterior instabilidade e crise. A endogeneização da crise é um dos pilares da análise pós-keynesiana, de modo que a alavancagem financeira dos agentes movidos por expectativas demasiado positivas impulsionam o surgimento da crise de dentro pra fora do sistema financeiro, e não o contrário.

Como bem observa Possas (1999), “(...)a poupança não financia o investimento: quem financia o investimento é o crédito que o precede tanto do ponto de vista temporal quanto lógico. A poupança é estritamente residual e involuntária”. Portanto a poupança, ao contrário do investimento, não constitui um ato de decisão.

A abordagem de Keynes e Kalecki sugere que o investimento é financiado através da emissão de dívidas pelos bancos contra si mesmo, de modo que não será preciso que haja poupança, mas sim que haja disposição dos banqueiros em conceder empréstimos. Uma vez iniciado o investimento produtivo (transição do crédito criado na economia monetária ao financiamento do investimento na economia real), o gasto realizado com o investimento geraria uma renda na economia. Essa renda teria uma parcela poupada, conforme a propensão marginal a consumir dessa economia, podendo esse excedente poupado ser alocado em títulos corporativos e ações de empresas de modo a criar mecanismos de *funding* e permitir às empresas uma melhora no perfil da dívida. Este ciclo é representado conforme a Figura 1:

**Figura 1** – Relação Ideal entre Sistema Financeiro e a Economia Real

FINANCIAMENTO – INVESTIMENTO – POUPANÇA – FUNDING



Fonte: Elaboração própria.



O circuito criado por Keynes e Kalecki sugere que a continuação da condição acima implica em período de crescimento econômico, uma vez que o Investimento Agregado (considerado por Keynes a principal variável da atividade econômica) seria estimulado pelo ciclo de crescimento sustentado por novos investimentos, até que a reversão de expectativas ocorre, e a decisão de realizar novos investimentos seja postergada pelos empresários, de modo que a economia iniciaria um período de crise motivada pela queda de demanda, mas não pela falta de poupança.

Foi realizada uma exposição da crise financeira de 2008, e a proporção que esta teve perante a economia global, ligando à economia brasileira através da coleta de dados que permite observar o comportamento das principais variáveis referente à atividade econômica e à estrutura de capital das principais empresas do Brasil.

Portanto, a análise do nível de endividamento das principais empresas de capital aberto no período imediatamente anterior e posterior a crise financeira de 2008, tem como intuito identificar a situação da economia brasileira durante o período que precedeu a crise e o período imediatamente posterior a crise.

“O referencial teórico permite verificar o estado do problema a ser pesquisado, sob o aspecto teórico e de outros estudos e pesquisas já realizados” (LAKATOS, *et al* 2003). A utilização de artigos e bibliografias tanto de Keynes, como dos pós-keynesianos, portanto, visa contribuir para a discussão acadêmica, ao expor a conclusão deste estudo e instigar novas hipóteses.

## **2 CRISE FINANCEIRA DE 2008: CAUSA E CONSEQUÊNCIAS**

### **2.1 EUA, TAXAS DE JUROS BAIXAS E A BUSCA POR MAIOR RENTABILIDADE**

O aumento nos preços da moradia nos EUA observado entre o ano 2000 e 2006, foi observado de perto por economistas, e alguns deles como Robert Shiller, um dos idealizadores do índice Case-Shiller<sup>8</sup>, atribui essa alta à baixa taxa de juros praticada no início da década de 2000 até 2005, de modo a criar uma valorização no preço das moradias e consequentemente na elevação da riqueza dos detentores dessas moradias.

Em uma economia monetária e financeira, os bancos assumem papel crucial como precursor de recursos, seja para consumo, como financiamento de bens duráveis, ou para investimento, ao criar recursos sem depender da geração prévia de poupança. Mas também constituem empresas que estão em situação de concorrência em busca de maiores lucros, e que, por trabalharem em um cenário de competição e também de incerteza, criam novos produtos financeiros a fim de alcançar maior participação no mercado frente a outras instituições financeiras.

Os bancos possuem como fontes de recursos, o patrimônio líquido (ou capital próprio) os depósitos à vista e a prazo além dos empréstimos tomados via emissão de títulos bancários, e essas variáveis compõe, em conjunto, o passivo bancário. Do lado do ativo bancário fazem parte, os empréstimos às famílias e ao setor privado em geral, encaixes (para fins de ajuste do balancete), títulos públicos e privados além das instalações físicas e outras aplicações menores.

Um banco, ao conceder crédito, cria depósito à vista, de forma que, como afirma Carvalho, *et al* (2007, pg. 226), “(...)o banco faz um lançamento na conta depósitos à vista no valor do empréstimo no lado do passivo, e faz um lançamento de mesmo valor na conta empréstimos, no lado do ativo”. Tanto a avaliação de risco de crédito, quanto a criação de novos produtos financeiros, ficam a critério dos bancos, porém sob a vigilância dos órgãos reguladores.

---

<sup>8</sup>Índice desenvolvido pelos economistas Karl Case e Robert Shiller, para ilustrar o nível de preços das moradias norte-americanas a nível nacional. Shiller, Robert (2005). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. p. 13.

Dessa forma, os bancos não são apenas intermediários financeiros, mas empresas capitalistas que tendem a expandir a concessão de crédito em períodos de crescimento e restringir em períodos de contração econômica, conforme sua preferência pela liquidez, que pode-se alterar segundo sua avaliação sobre o futuro. Além de criar produtos inovadores que tendem a não ser regulados pelo fato de serem recém criados e possuem alguma vantagem relacionada à melhorias na atividade econômica, como por exemplo a facilitação de crédito imobiliário para que as famílias sejam capazes de adquirir um imóvel, como ocorreu nos Estados Unidos a partir da década de 90.

A competição entre os bancos e a fraca regulação resultou na expansão de crédito, portanto, contribuíram para impulsionar o preço das moradias nos Estados Unidos a partir da criação de novos mecanismos de crédito destinados a obtenção de um imóvel. Segundo Inácio (2009), “No decorrer da década de 80, surge uma nova estrutura de operações de securitização de crédito baseada no conceito de colateralização e denominada *asset-backed securities* ou *loan-backed* inicialmente criadas no mercado hipotecário americano e depois espalhado por outras classes de ativos”. Vários títulos lastreados em hipotecas (ou colateralizados) foram criados, tais como o MBS (*mortgage based security*)<sup>9</sup> e o CDO (*collateralized debt obligation*)<sup>10</sup> que era derivado do MBS.

Desta forma, as instituições financeiras criaram um ativo lastreado em hipotecas de mutuários com capacidades diferentes de aquisição de crédito. Os CDOs correspondiam a uma categoria de títulos baseados em empréstimos mais arriscados, e que possibilitariam auferir maiores retornos, pois abrigavam uma cesta de hipotecas de credores com menores capacidades de pagamento e que conseqüentemente pagavam mais juros sobre os empréstimos. A esses empréstimos mais arriscados, foi concedido, como apresenta Blanchard (2010), o nome de empréstimo *subprime*<sup>11</sup>.

Esse processo de securitização, e a busca por maiores retornos, fizeram com que os imóveis residenciais, como apresenta Martins (2014), se tornassem uma espécie de ativo (*home equity*)<sup>12</sup> a medida que os empréstimos *subprime* se tornavam cada vez mais comuns. Em 2006, Blanchard (2010) apresenta que aproximadamente 20% de todas as hipotecas norte-

---

<sup>9</sup> Obrigações garantidas por hipotecas.

<sup>10</sup> Obrigações de dívidas colateralizadas.

<sup>11</sup> [www.hclfinance.com](http://www.hclfinance.com)

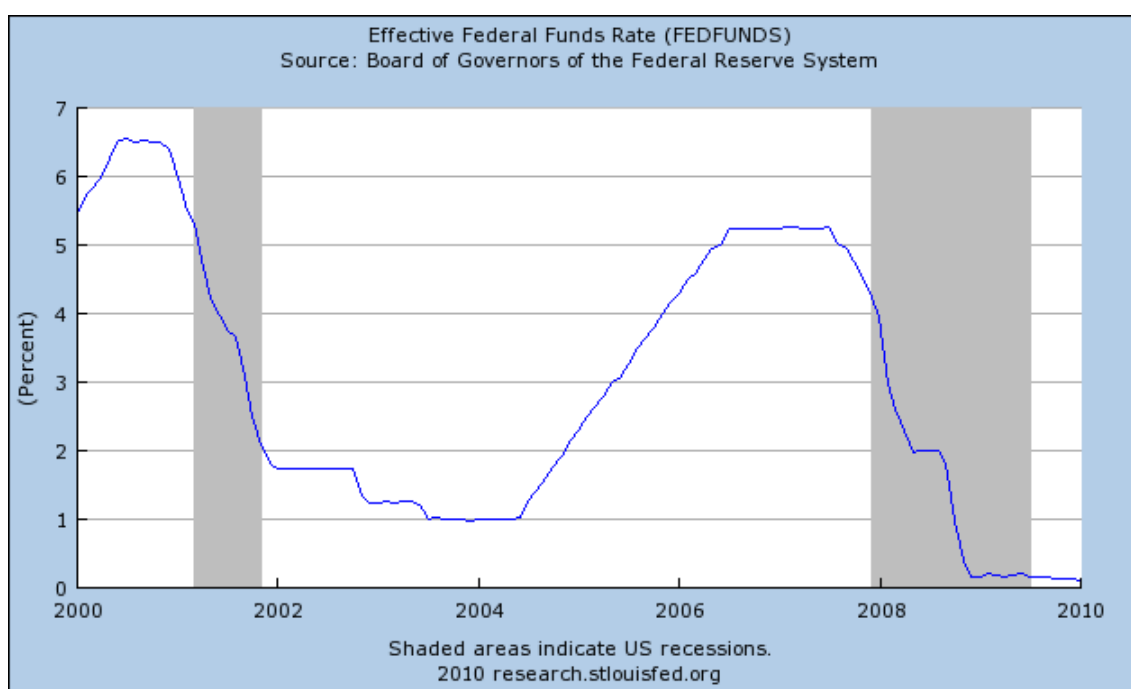
<sup>12</sup> As residências passariam a ser um ativo.

americanas eram hipotecas *subprime*, e que os *policymakers*<sup>13</sup> aprovavam esse mecanismo de financiamento, devido ao fato de que se mais pessoas, sobretudo de baixa renda, estivessem adquirindo a casa própria, sustentando a demanda por novas moradias, impediria que os preços dos imóveis viessem a diminuir, pois estes haviam resistido, inclusive, à recessão de 2000-2001.

Concomitante a queda de juros nos EUA entre 2001 e 2005, os bancos passaram a buscar retornos maiores com operações que fossem rentabilizadas com maiores prêmios em relação à taxa *prime*<sup>14</sup>. Esse apetite por risco induziu à aquisição de mais títulos hipotecários, sobretudo os que ofereciam maiores riscos.

A queda na taxa básica de juros nos EUA a partir de 2001 pode ser observada através da Figura 2:

**Figura 2** – Taxa *Prime* para o período de 2000-2010.



Fonte: [research.stlouisfed.org](http://research.stlouisfed.org)

A Figura 2 retrata o primeiro ciclo de baixa nas taxas de juros iniciado no final do ano 2000 e que perdurou até o final de 2004, dando sequência ao ciclo de alta que se manteve até o ano de 2007.

<sup>13</sup> Executores de política econômica nos EUA.

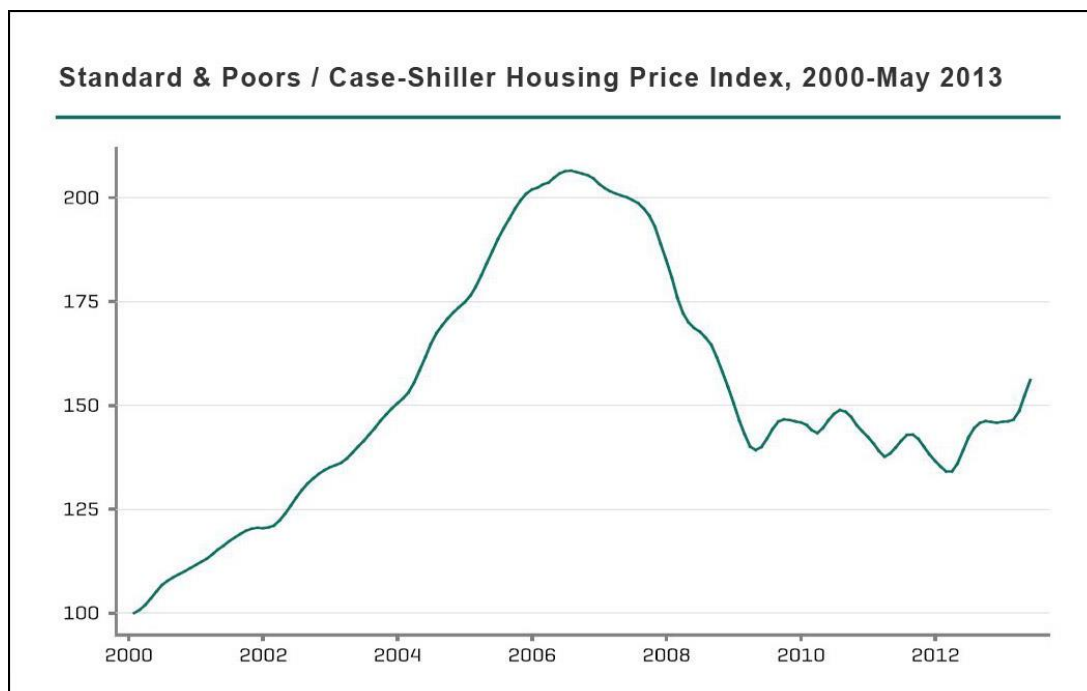
<sup>14</sup> Taxa de juros básica utilizadas por bancos comerciais norte-americanos. [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

O segundo semestre de 2006 começou com uma leve desaceleração dos preços das residências norte americanas. Quando essa flutuação no preço da moradia mostrou que a hipoteca de muitos mutuários passou a ser, de fato, mais elevada do que o valor do imóvel, ficou claro que os empréstimos poderiam ser mais arriscados do que estava efetivamente sendo mensurado pelos modelos de risco dos credores<sup>15</sup>.

Vários bancos e credores imobiliários passaram a enxergar o fato de que muitos tomadores de crédito haviam assumido empréstimos a taxas de juros muito baixas, de forma que o fim do ciclo de expansão monetária, encerrado em 2004, e a partir do ciclo de alta nas taxas de juros, iniciado em 2005, elevou consideravelmente os pagamentos desses mutuários, que por sua vez não conseguiriam honrar esse compromisso financeiro<sup>16</sup>.

Este movimento de expansão e queda nos preços é apresentado pelo desempenho do índice S&P/Case-Shiller conforme apresenta a Figura 3:

**Figura 3** - Índice S&P/Case-Shiller de variação nominal no preço dos imóveis norte-americanos com início da série no ano 2000 até maio de 2013.



Fonte: [journalistresource.org](http://journalistresource.org)

<sup>15</sup> Alguns desses empréstimos ficaram conhecidos como empréstimos NINJA (sem renda, sem emprego, sem ativos; do inglês *no income, no job, no assets*).

<sup>16</sup> Algumas hipotecas oferecem taxas de juros iniciais bem baixas, conhecidas como “taxas atraentes” (do inglês *teaser rates*). Depois de alguns meses ou poucos anos, contudo, essas taxas aumentam consideravelmente (BLANCHARD, 2010).

## 2.2 MECANISMOS DE AMPLIFICAÇÃO DA CRISE IMOBILIÁRIA DOS EUA

O centro e a ampliação da crise imobiliária nos EUA são compreendidos quando se analisa o papel dos intermediários financeiros, que são as instituições que mediavam os fundos entre credores e mutuários.

A capacidade de absorver perdas com empréstimos dos bancos, está relacionada às reservas de capital existentes para um dado nível de alavancagem, ou seja, uma quantia de capital suficiente para cobrir o exigível de curto prazo do banco para em caso de um volume de empréstimos (ativos) não for pago. Deste modo, os bancos, na qualidade de instituições financeiras, emprestam uma quantia que não possuem, a fim de alavancar o capital existente e buscar maiores retornos<sup>17</sup>.

Concomitante ao efeito da alavancagem dos bancos comerciais e de investimento nos Estados Unidos, a desregulamentação financeira é apontada por muitos economistas como um dos motivadores da transformação da crise imobiliária norte-americana, para uma crise financeira global. Para Roubini e Mihm,

“(...) as autoridades reguladoras fecharam os olhos para o crescimento de um novo sistema bancário paralelo, que fragilizou perigosamente o sistema financeiro, tornando-o propenso ao colapso. Essas novas instituições financeiras prosperaram com o dinheiro e o crédito fáceis, disponibilizados não apenas pelo Federal Reserve, mas também por economias emergentes, como a China” (ROUBINI, *et al* 2010, p. 73).

Este sistema paralelo citado corresponde ao que hoje é conhecido como *shadow banking system*<sup>18</sup> que tem esse nome pelo fato de ser um sistema bancário não-regulado. Na definição de Roubini, *et al* (2010, p. 89), “(...) o sistema bancário paralelo consiste em instituições financeiras que parecem bancos, agem como bancos, tomam emprestado e emprestam como bancos, mas – e aqui está a parte importante – não são regulamentados como bancos”.

A regulação fraca e o excesso de liquidez no mercado financeiro contribuíram para a aquisição de títulos com riscos cada vez mais difíceis de ter seu valor mensurado. A

---

<sup>17</sup>Tal operação requer regulação de um órgão governamental, e análises de riscos elaboradas pelos bancos a fim de evitar prejuízos.

<sup>18</sup>Sistema bancário paralelo.

complexidade e o volume crescente de empréstimos lastreados em hipotecas criaram um risco adicional relacionado à liquidez desses ativos, de modo que quando o mutuário passasse a ser considerado inadimplente por parte dos credores, e o título deixasse de ser remunerado, em termos agregados esse movimento geraria uma grande pressão de queda no preço desses ativos.

Como apresenta Martins (2014), “o problema é que empresas financeiras se endividam para ter estes títulos em carteira e repassar para o mercado. Assim, há dois problemas, ativo financeiro que perde valor, pelo lado do ativo, e endividamento, pelo lado do passivo”. Quando ocorre a desvalorização do ativo, ocorre, primeiro, problemas de liquidez para pagar dívida e, segundo, problemas de insolvência – sem possibilidade de pagar o passivo exigível de curto prazo

O que aconteceria em seguida seria, segundo Blanchard (2010), o equivalente moderno à corrida aos bancos, com a diferença de que seriam os investidores, e não os depositantes que poderiam optar por retirar o dinheiro. Desta forma, quando o preço das moradias iniciou um movimento de queda, os bancos passaram a perder capital principalmente em função da elevada alavancagem que os obrigava a vender os ativos a um preço baixo e reconhecer perdas consideráveis nos balanços.

No caso dos títulos *subprimes*, houve, de um lado, desvalorização do ativo, com queda nos preços dos títulos baseados (colaterais) em hipotecas, principalmente quando o número de inadimplentes aumentou, e, de outro lado, empresas que se endividaram para comprar estes títulos, tinham que ter liquidez para pagamento dos seus compromissos de empréstimos. A corrida pela liquidez implicou na venda dos ativos mais líquidos, que são os ativos financeiros. Com isto, houve não apenas queda nos títulos securitizados das hipotecas *subprimes*, mas rapidamente houve queda nos preços dos demais ativos financeiros.

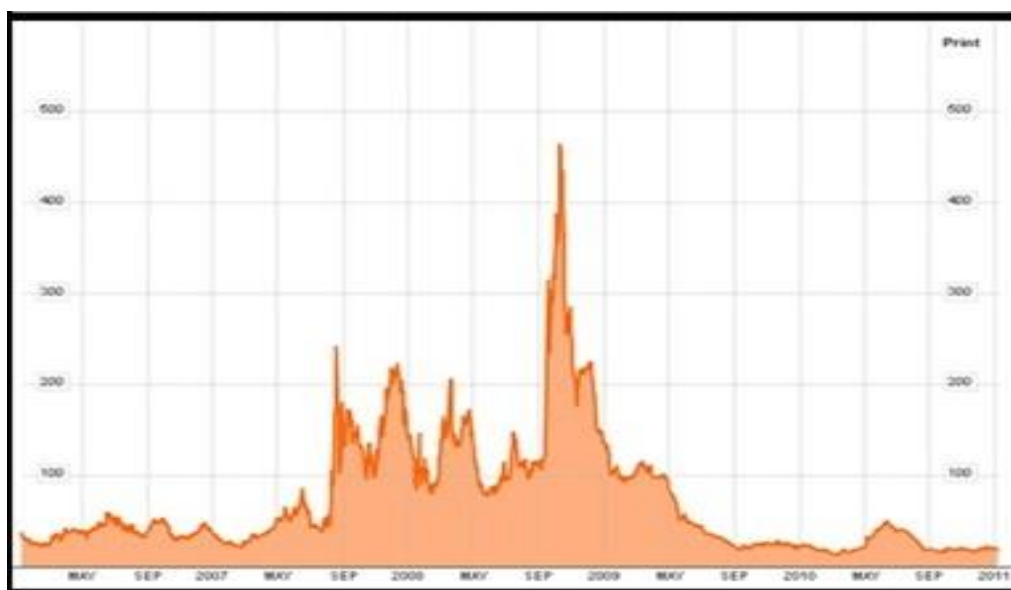
Passou-se então a existir a deflação no preço dos ativos financeiros, e as instituições que se desfizessem dos ativos considerados tóxicos antes das demais instituições seriam menos afetadas, enquanto as que se desfizessem por último seriam as mais prejudicadas. Tal passagem da crise coincide com a observação da crise de 1929 feita por Keynes em 1937:

“(...)os bancos podem apresentar um comportamento míope quando as perspectivas negativas predominam. Em tais circunstâncias, os banqueiros procuram reduzir suas exposições aos riscos de maneira tão abrupta, que, sem se darem conta, ameaçam sua própria solidez, dado que tal atitude pode conduzir à falência de seus devedores. Essa miopia

está na origem de um círculo vicioso de aumento de inadimplência e deflação das dívidas e dos preços dos ativos”.(KEYNES, 1937, pg. 38)

A possibilidade de insolvência induziu ao aumento dos riscos percebidos pelas instituições financeiras na realização de empréstimos. Uma medida de resistência a novos empréstimos pelos bancos conhecida como *Ted spread*<sup>19</sup> ilustra a situação vivida no período conforme apresenta a Figura 4:

**Figura 4** – *Ted spread* de 2006 a 2011.



Fonte: [bloomberg.com](http://bloomberg.com)

Entre setembro de 2007 e maio de 2009, o índice apresenta um incremento de volatilidade, que, em seu ápice, atinge 541 pontos, o que significa um pouco mais de 10 vezes a pontuação média da série correspondente aos 5 anos que precederam a crise, segundo dados da agência Bloomberg.

---

<sup>19</sup>*Ted spread* é um indicador de percepção de risco de crédito medido pela diferença da taxa de empréstimos entre bancos e um título governamental de curto prazo. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) FinacialGlossary.



### 2.3 A CRISE FINANCEIRA SE TORNA UMA CRISE ECONÔMICA

A alavancagem em excesso por parte das instituições financeiras norte-americanas via bancos comerciais, de investimento, seguradoras e instituições não-financeiras, como *hedge funds*, fundos de pensão e fundos mútuos, com a aquisição de títulos *subprime* colocaram em risco o sistema de crédito norte-americano a medida que os mutuários deixavam de honrar seus compromissos com o pagamento de parcelas da hipoteca e o crédito para as empresas rolarem suas dívidas passava a ser contido.

Em 15 de setembro de 2008, O Lehman Brothers, banco norte-americano com mais de US\$600 bilhões em ativos decretou falência e criou a sensação de que muitos outros bancos e instituições financeiras também corriam riscos.

A desvalorização de ativos, causada pela necessidade de liquidez para pagamento de dívidas, e por consequência, a desvalorização da riqueza dos detentores de títulos, impactou diretamente e indiretamente às decisões de consumidores e investidores, famílias e empresas. Como alguns bancos estrangeiros haviam adquirido os ativos (considerados tóxicos) lastreados em hipotecas norte-americanas, o efeito sobre a economia desses países se intensificava a medida que era alimentada a incerteza sobre o mercado de crédito nos Estados Unidos.

As empresas que haviam se endividado no período de prosperidade a fim de assumir novos investimentos, passariam efetivamente então a enfrentar dificuldades com a rolagem de suas dívidas, de modo que aquelas com maiores níveis de endividamento em relação ao patrimônio precisariam se desfazer de ativos para se manter solventes.

O ciclo de crescimento norte-americano vivido entre 2003 e 2007, foi marcado pelo crescimento em conjunto da economia mundial. Conforme o relatório Panorama da Economia Mundial publicado em 24 de abril de 2007, “(...)a taxa de crescimento mundial de 4,9% ocorrida no período de 2003-2006 continuará por pelo menos mais dois anos.” Ainda no mesmo relatório é possível encontrar que de acordo com as estatísticas do FMI, “(...)um pico mais forte que esse só ocorreu no período de 1970-1973, quando a taxa de crescimento mundial alcançou 5,4%.”<sup>20</sup> Tal fase de prosperidade do ciclo econômico, como veremos no próximo capítulo, induziu a um movimento de tomada de empréstimos pelas empresas a fim

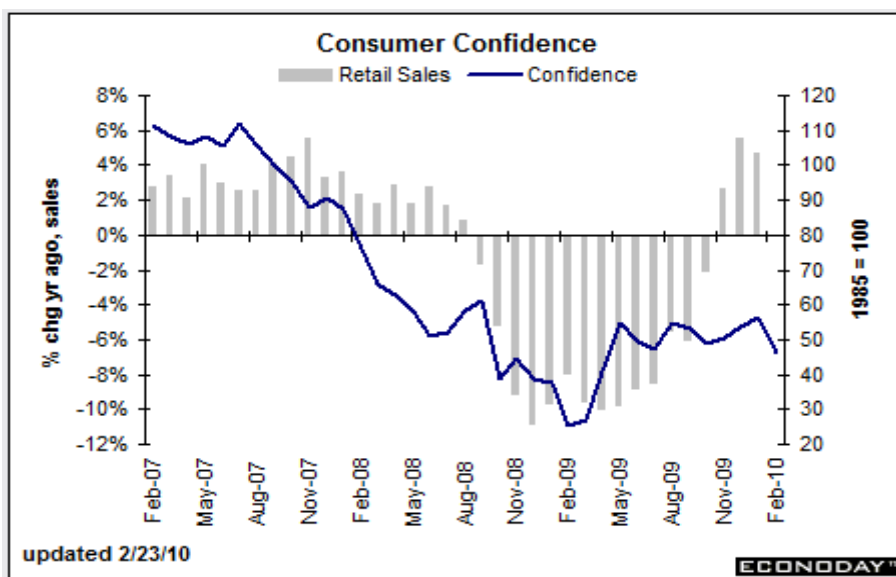
---

<sup>20</sup> Panorama da Economia Mundial, FMI, 24 de abril de 2007.

de ampliar os investimentos em uma economia aquecida, e que no período de contração e início da crise no setor financeiro, as empresas mais endividadas são as que enfrentam maiores dificuldades e são elas também que fazem a ligação entre a crise financeira e a econômica.

Segundo Martins (2014), “a queda nos investimentos na construção civil americana em primeira instância, foi de 7% do PIB norte-americano no ápice da bolha imobiliária em 2005 para 2% do PIB em 2009.” A queda na confiança de consumidores e empresários quanto a decisões de consumo e investimento, passou a se intensificar nos Estados Unidos. Logo, a crise até então financeira, passou a tomar proporções na economia real norte-americana e reduziu o nível de demanda e em seguida o nível de produção de bens e serviços como sugere a Figura 5:

**Figura 5** – Vendas no varejo (cinza) e confiança do consumidor (azul) nos Estados Unidos de Fevereiro de 2007 a fevereiro de 2010.



Fonte: [econoday.com](http://econoday.com)

Por ser a maior economia do mundo no período, uma grande queda na demanda doméstica americana, afetaria além de sua própria economia, o restante da economia global. Como sugere Blanchard (2010), “os principais canais de contaminação na economia produtiva foram sentidos primeiramente na América do Norte e em seguida no restante do mundo.” A redução das exportações e a queda no nível de renda influenciada pela amenização do efeito riqueza nos Estados Unidos, criou, no primeiro momento, uma queda na confiança dos

agentes, que posteriormente foi traduzida em queda do nível de demanda distribuída em todos os setores e que foi alimentada por incertezas quanto ao futuro da economia.

Como os bancos pararam de conceder empréstimos, os investidores passaram a querer retirar do portfólio os ativos de valor incomensurável, deste modo, a retração no fluxo de capital passou a induzir maiores quedas nos preços dos ativos financeiros ao redor da economia global. Quanto mais dependente do comércio internacional e com maiores níveis de endividamento fossem às empresas de um país, mais exposto à crise este país estaria.

A fim de evitar que a crise tomasse proporções maiores, tanto o banco central americano quanto o banco central europeu, que representavam as duas maiores economias do mundo, passaram a realizar medidas coordenadas em conjunto com outros países na tentativa de reativar a confiança na economia mundial e conseqüentemente reavivar a atividade econômica.

As medidas adotadas, principalmente nos Estados Unidos, foram consideradas por muitos como heterodoxas<sup>21</sup> devido à proporção que a crise tomou e o seu efeito até então desconhecido pelos *policymakers*. O seguro de depósito federal subiu de US\$100.000,00 para US\$250.000,00 a fim de evitar uma corrida aos bancos. O FED concedeu ampla liquidez ao sistema financeiro, pois, se os investidores optassem por resgatar seus fundos, os bancos não teriam outra opção senão vender seus ativos a preços cada vez mais baixos, e para que isso não ocorresse, as melhores condições de empréstimos permitiriam que outras instituições oferecessem crédito além dos bancos comerciais.

Programas de ajuda direta aos bancos também foram criados, como sugere a criação do Programa de Alívio de Ativos Problemáticos, ou TARP<sup>22</sup> que tinha como objetivo auxiliar na estrutura de capital dos bancos, por meio da compra direta de ações dos bancos e assim elevar o capital próprio e diluir a alavancagem via redução do capital de terceiros. Segundo Blanchard (2010) “o gasto total do TARP era de US\$360 bilhões, dos quais US\$200 bilhões foram gastos na compra de ações dos bancos”.

Todas essas medidas, adotadas em conjunto, procuravam assegurar liquidez ao sistema financeiro, evitando novas falências se valendo inclusive da aquisição de títulos derivados do MBS, como praticado pelo FED em 2009. Mas essas medidas conduzidas pelo banco central

---

<sup>21</sup> Medidas consideradas não convencionais na aplicação de política econômica pelos liberais.

<sup>22</sup> Do inglês *Troubled Asset Relief Program*.

americano tiveram caráter estritamente monetário, do lado fiscal, também houve medidas expansionistas.

Concomitante à taxa básica de juros próxima a zero nos Estados Unidos, foram criados alguns mecanismos pelo lado fiscal, para impedir o aprofundamento da crise na economia. O Ato Americano de Recuperação e Reinvestimento, ou ARRA<sup>23</sup> visava aliviar impostos, sobretudo para empresas exportadoras, mas principalmente investir diretamente em infraestrutura, saúde, novas fontes de energia, entre outros. O investimento direto foi considerado mais estratégico pelo ponto de vista de ativação da demanda, pois o alívio de impostos poderia se traduzir em lucros e renda mais alta, mas não necessariamente em investimento e consumo. Segundo Blanchard (2010), “no final, o programa implementou uma redução de US\$288 bilhões nos impostos(...), US\$82 bilhões em seguro desemprego, US\$240 bilhões em saúde e educação, e um investimento de US\$170 bilhões em infraestrutura”.

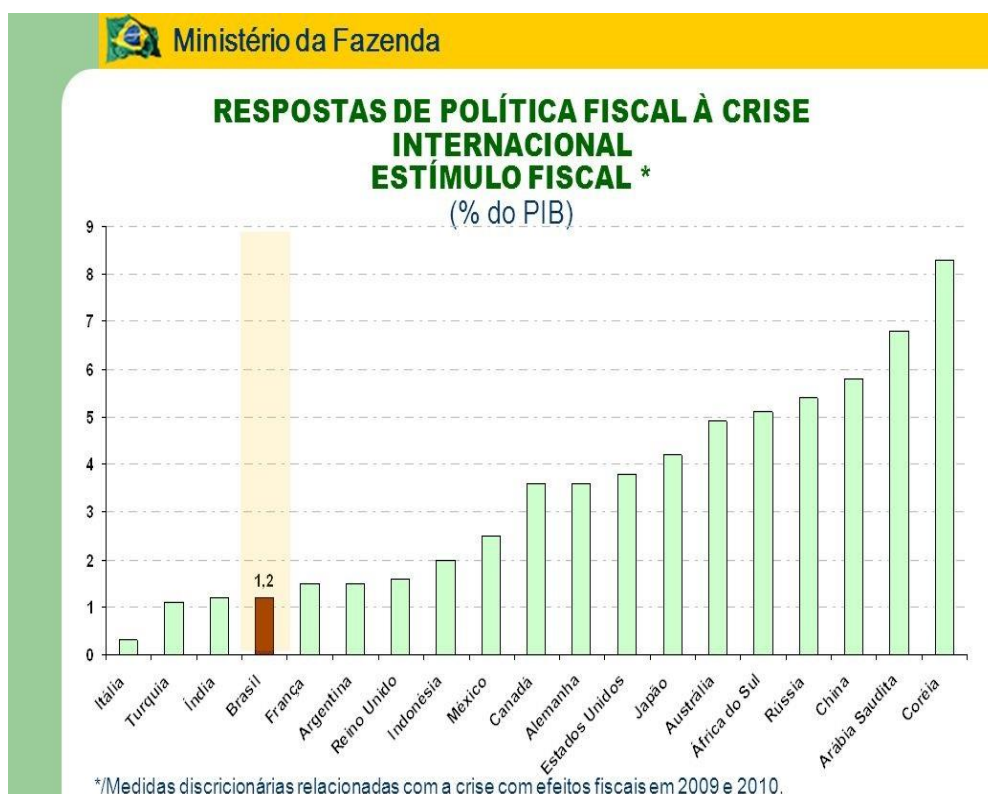
No outono de 2008 em uma reunião do G20<sup>24</sup>, um arranjo fiscal também passou a ser adotado pela maioria dos integrantes do grupo. O intuito do programa, era que um arranjo fiscal combinado pelas grandes economias, sustentaria a demanda e reativaria a confiança na economia mundial. Os países mais envolvidos com essa coordenação foram os desenvolvidos e alguns importantes membros dos grupos emergentes como China, Índia, Brasil, Rússia e Coreia do Sul (BLANCHARD, 2010). O efeito dessa expansão fiscal foi refletido na elevação dos déficits público desses países, sendo financiado pelo aumento da dívida pública, como sugere a Figura 6:

---

<sup>23</sup> Do inglês *American Recovery Reinvestment Act*.

<sup>24</sup> O G20 corresponde a um grupo formado por ministro das finanças e presidentes do banco central das maiores economias do mundo mais a União Européia. *Harper contre une refonte globale du système financier*, por Alexandre Shields. Le Devoir, 15 e 16 de novembro de 2008.

**Figura 6** – Estímulo fiscal adicional após a crise financeira de 2008 (por país).



Fonte: [fazenda.gov.br](http://fazenda.gov.br)

O principal movimento anti-cíclico que continuou na agenda nos bancos centrais dos países mais atingidos pela crise até o ano de 2014, foram injeções de liquidez no sistema financeiro, sobretudo através da compra de títulos hipotecários dos bancos comerciais, com destaque para EUA e Japão. A medida mais conhecida é o *Quantitative Easing* ou QE<sup>25</sup>, criado pelo FED, e que visa adquirir títulos lastreados em hipotecas e títulos do governo americano a fim de ampliar a oferta de crédito dos bancos e consequentemente incentivar o consumo e investimento até que os parâmetros estimados sejam atingidos, são eles: nível de desemprego em, no mínimo, 6,5% e taxa de inflação de até 2% ao ano<sup>26</sup>.

As medidas vigentes apontam para uma recuperação do crescimento mundial no pós-crise, porém, em escala diferente para os grupos de países emergentes e desenvolvidos. O que

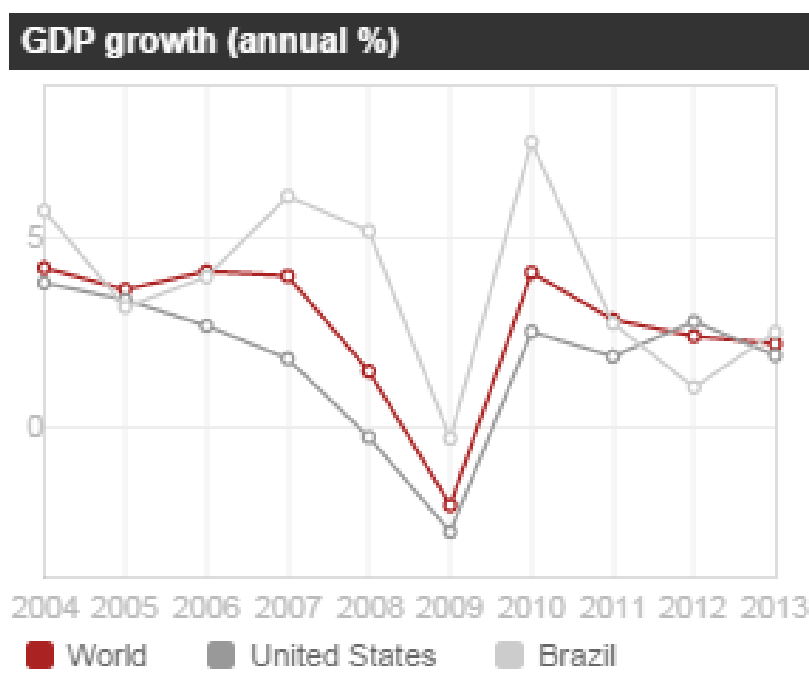
<sup>25</sup>O QE corresponde a uma política monetária não convencional utilizada pelos bancos centrais quando mecanismos comuns, não são suficientes. O banco central implementa o quantitative easing comprando carteiras de crédito (títulos) de bancos comerciais através da emissão de moeda. "Loose thinking". The Economist. 15 October 2009.

<sup>26</sup>[http://www.al.com/business/index.ssf/2013/06/dow\\_jones\\_down\\_43\\_percent\\_sinc.html](http://www.al.com/business/index.ssf/2013/06/dow_jones_down_43_percent_sinc.html)

se especula é o tempo de continuidade da crise, e o impacto das medidas pró-cíclicas no médio e longo prazo.

Nos Estados Unidos, as medidas adotadas propiciaram a volta da atividade econômica, de modo que foi iniciado o processo de *Tapering*, que corresponde a retirada dos estímulos nos Estados Unidos, o *Quantitative Easing*<sup>27</sup>. A Figura 7 apresenta o desempenho do PIB dos Estados Unidos, Brasil e o PIB mundial, e sugere que as medidas anti-cíclicas contribuíram para a retomada do crescimento da economia real.

**Figura 7** – Crescimento real do PIB para Brasil (branco), Estados Unidos (cinza) e para o mundo (vermelho).



Data from World Bank

Fonte: data.worldbank.org

<sup>27</sup> <http://bonds.about.com/od/Issues-in-the-News/a/An-Explanation-Of-Fed-Tapering-And-Its-Impact-On-The-Markets.htm>

## **3 KEYNES, PÓS-KEYNESIANOS E INSTABILIDADE MACROECONÔMICA**

### **3.1 A TEORIA ECONÔMICA E A CRISE FINANCEIRA**

A fim de entender a crise econômica de 1929 e formular medidas em forma de política econômica para combater a recessão e todos os problemas que acompanharam a crise, Keynes (1936) apresentou uma série de fatores que influenciam na instabilidade macroeconômica por via da expectativa dos agentes do mercado, dando prioridade ao impacto da crise no nível do emprego, da taxa de juros e da circulação da moeda. Economistas como Hyman Minsky e Paul Davidson acrescentaram à proposição keynesiana a importância do sistema financeiro, sobretudo das inovações financeiras, como fonte de liquidez aos gastos dos agentes e mecanismo de acesso das firmas à financiamento, mas também como propulsores de crises financeiras. Ainda mais importante é a contribuição dos economistas pós-keynesianos para estudo e compreensão do impacto da crise financeira na atividade econômica, ao relacionar a queda no preço de ativos financeiros com o nível de emprego e renda, consumo e investimento.

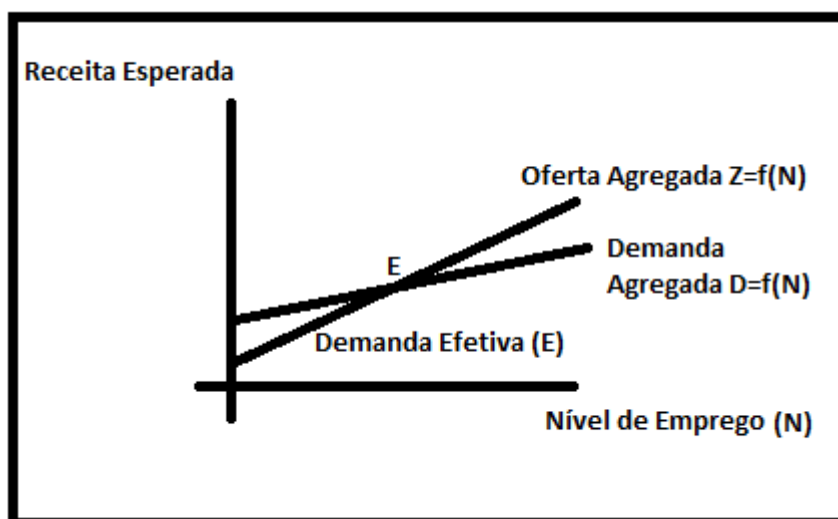
Keynes compreendeu que a dinâmica de funcionamento da economia capitalista é necessariamente acumulativa, e que essa dinâmica ocasiona a instabilidade (período de crescimento e período de crise). O fator que Keynes explora em sua Teoria Geral, é a relação entre a expectativa dos agentes formadores de mercado quanto ao futuro da economia e a definição da renda e do emprego.

A síntese keynesiana sobre a instabilidade macroeconômica apresenta que para os empresários optarem por investir em uma nova planta produtiva, contratação de novos funcionários, desenvolvimento de um novo produto ou maquinário, esses empresários projetam os rendimentos futuros que tal investimento pode agregar ao seu negócio, de modo que o investimento agregado somado, causaria um efeito multiplicador sobre a renda da economia estimulando a demanda. E o que Keynes sugere é que as crises estão relacionadas a períodos em que a demanda é baixa e, portanto, a expectativa de ganhos futuros com novos investimentos é subestimada, o que fará com que o empresário opte por não investir e não contratar novos funcionários.

Keynes começou a formular sua Teoria Geral analisando o nível de emprego – sobre a perspectiva econômica – de uma economia nacional, em um modelo simplificado de economia fechada, e o papel da expectativa dos agentes formadores de mercado. Este procura romper com a ideia vigente na época de que a oferta criaria sua própria demanda<sup>28</sup>, pois, como afirma o autor, o nível de emprego será definido pela expectativa de demanda, com a hipótese simplificadora que, no curto prazo, as expectativas dos empresários serão corretas, e que o equilíbrio de curto prazo entre a oferta e a demanda seria alcançado, ainda que com diferentes níveis de crescimento, mas que no longo prazo, as expectativas sobre os rendimentos futuros de novos investimentos influenciariam no nível de crescimento da economia.

No curto prazo, a oferta agregada seria igual a demanda agregada devido a capacidade dos empresários de determinar um nível de produção que supriria essa demanda, o que Keynes considera como o Princípio de Demanda Efetiva. Este equilíbrio poderia ocorrer sobre diferentes níveis de emprego, de forma que a economia poderia atingir o equilíbrio ainda que estivesse passando por uma recessão. O Quadro 1, visa apresentar a relação existente entre o nível de emprego e demanda efetiva.

**Quadro 1** – Nível de emprego e Demanda Efetiva



Fonte: Elaboração do autor

A curva Z pode ser representada pela capacidade instalada da economia, enquanto a curva D pode ser representada pela curva de demanda agregada, ou seja, quando a linha D estivesse acima da linha Z, existiria escassez de oferta na economia, e quando a curva D

<sup>28</sup>(Say, 1983, pg. 139).



estivesse abaixo da curva Z, existiria excesso de oferta na economia, “Assim, o volume de emprego é dado pelo ponto de intersecção ente função de demanda agregada e função de oferta agregada” KEYNES (2012, pg. 22). A hipótese de Keynes é que no curto prazo o ponto E que representa a demanda efetiva seria atingido devido à capacidade dos empresários de estimar a quantidade a ser produzida, mas que no longo prazo, a decisão dos empresários entre investir ou não definiria o nível de emprego sob um novo equilíbrio da demanda efetiva. Caso não houvesse novos investimentos, a demanda efetiva seria atingida com o mesmo nível de emprego, enquanto novos investimentos levariam a demanda efetiva a novos patamares de emprego. O ideal, portanto, seria que a economia atingisse o nível de pleno emprego, onde todos os recursos dessa economia estariam sendo utilizados.

O investimento, por ser conduzido com base em expectativas de rendimentos futuros, dado o seu tempo de maturação (tempo que se leva para construir uma nova planta industrial e esta gerar produção, receita e lucros, por exemplo), precisaria ser analisado como uma variável fundamental tanto para o crescimento econômico, como para manutenção do nível ótimo do emprego e dos insumos de produção.

A definição de rendimento para Keynes compreende o equivalente a demanda total por bens e serviços de uma comunidade, enquanto a poupança representa o resíduo da renda em termos agregados. A poupança, por ser parcela da renda não gasta, compreende um montante destinado a elevação da riqueza dos indivíduos, ou seja rendimento e poupança constituem variáveis de fluxo, enquanto a riqueza pode ser compreendida como um estoque de ativos e que a parcela da renda não gasta corresponde a uma variação positiva no estoque de riqueza.

O que é possível compreender através da Teoria Geral de Keynes é a relação que a moeda tem com o lado real da economia, pois a função da moeda vai além do meio de troca imaginado pelos adeptos da Teoria Quantitativa da Moeda, que como afirma Carvalho, *et al* (2007, pg. 33) “(...) privilegia a moeda como meio de troca”. A moeda pode ser utilizada para gastos em consumo de bens e serviços, como para adquirir títulos, ações, máquinas e imóveis a fim de promover realocações na riqueza com vistas a sua valorização, mas também para precaução em momentos de incerteza em relação ao futuro.

A contribuição da Teoria Geral que ampliou a noção da economia capitalista moderna como economia monetária e financeira foi explicada por Keynes através dos motivos para demandar moeda em uma economia baseada no crédito. Os bancos, diferente da concepção neoclássica que os classifica como intermediadores financeiros são compreendidos como

empresas que estão em um mercado concorrencial em busca de maior participação no mercado e maiores lucros para seus donos. Desta forma, por operarem em um mercado de risco e de incerteza, os bancos criam inovações financeiras e avaliam o fornecimento de crédito às famílias e empresas com base em sua própria preferência, que pode variar entre maior risco ou maior preferência pela liquidez, conforme suas expectativas e incertezas sobre o futuro.

Ao contrário da perspectiva ortodoxa que sugere que o crédito significaria uma antecipação da poupança, ou poupança *ex-ante*, conforme Keynes criticou nos artigos de 1937<sup>29</sup>.

“O que Keynes sugere é que a poupança é gerada após o impacto do investimento na renda e, por isto, corresponde a um resíduo da renda, e o financiamento precede a poupança, pois os bancos não são apenas intermediários financeiros e podem fornecer crédito para que o investimento aconteça”. (ARIENTI, 2014).

Deste modo, Keynes em sua Teoria Geral observa o comportamento do Investimento como variável macroeconômica responsável pela instabilidade, uma vez que este seria afetado pelas expectativas de rendimentos futuros.

Por não depender da poupança agregada para existir, o investimento em capital passará a ser um gerador de poupança, e as etapas do ciclo econômico dependerão da decisão de conceder crédito (por parte dos banqueiros) e da decisão de investir (por parte dos empresários) e não do fluxo de poupança.

Em período de prosperidade, a economia está próxima da situação de pleno emprego de fatores e, principalmente, está com expectativas de continuação da prosperidade e crescimento, novos investimentos por parte dos empresários serão realizados a fim de ampliar a capacidade produtiva ou implementar melhorias no processo com expectativas de rentabilidade futura. O aumento do investimento tenderá a ser financiado pelos bancos de modo a sustentar o ciclo de negócios. Os banqueiros, portanto, exerceriam papel semelhante aos empresários na tomada de risco, ao canalizar depósitos a vista e a prazo para realizar financiamentos ao invés de manter em aplicações de curto prazo e baixo risco.

A economia capitalista, como economia mercantil, monetária e financeira, portanto, é composta por um circuito industrial-produtivo caracterizado pela economia real (esfera da produção e comercialização de bens e serviços) em que a demanda por moeda existiria para

---

<sup>29</sup> A Teoria Geral do Emprego. Author(s): J. M. Keynes. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, No. 2 (Feb., 1937).

fins de transação, e um circuito financeiro, que abrigaria o estoque de moeda na economia que segundo Keynes poderia ter funções distintas além do motivo transação, como para especulação, ou seja, alocação do estoque de riqueza em títulos, ações, terrenos e ativos em geral que permitissem valorização da riqueza, e por precaução, a fim de reter moeda devido a liquidez que esta possui. O que compõem os mecanismos que induzem as decisões de investimento no setor produtivo neste caso são os fatores que permitem a existência de um ciclo de crescimento econômico facilitado pelas relações entre setor produtivo e setor financeiro.

A instabilidade, portanto, é uma característica da organização econômica capitalista, e o crédito é o mecanismo existente para financiar empreendedores e empresários a investir, gerar inovações disruptivas, impulsionar ciclos de negócios e contribuir para o desenvolvimento de um país, mas que também pode induzir a crise financeira quando há excesso de endividamento.

### **3.2 O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO E O CICLO ECONÔMICO**

A decisão de investir em capital físico tal como plantas industriais, máquinas e novas tecnologias, advém da expectativa de rendimentos futuros que esse investimento irá proporcionar. “Será cômodo chamar essa série de anuidades  $Q_1, Q_2... Q_n$  rendimento prospectivo do investimento.” (KEYNES, 1936, pg. 120).

Para investir em um determinado bem de capital, o empresário irá analisar o preço de oferta deste ativo e a sua relação com o fluxo de rendimentos futuros que este ativo irá proporcionar. Por preço de oferta do capital entende-se o preço do capital considerando uma taxa de retorno que a aquisição deste capital poderia gerar caso fosse alocado em outros ativos de menor risco que são atrelados às taxas de juros da economia (ou custo do dinheiro), enquanto o preço de demanda do capital será definido com base no fluxo de rendimentos que este capital irá gerar durante a sua vida útil. Essa taxa de rendimento Keynes considera como a Eficiência Marginal do Capital. Para que o investimento acontecesse, a EMK (Eficiência Marginal do Capital) precisaria ser igual às taxas de juros da economia de forma que fosse igualado o preço de oferta com o preço de demanda do capital. Essa relação entre EMK e taxas de juros, é utilizado por Keynes para demonstrar a importância da redução dos juros durante períodos de crise a fim de ampliar o incentivo ao investimento na economia.

Portanto, o fator que mais influenciaria na realização do financiamento de um investimento, conforme explicação anterior, não será o estoque de poupança disponível, mas sim a expectativa de retorno que o investimento a ser realizado será capaz de gerar.

O elevado nível de investimento agregado geraria uma quantidade de encomendas de bens de capital capaz de acelerar o crescimento da economia, tanto pela via de expansão da demanda agregada gerada pela expansão de crédito, como pelo aumento do nível de emprego (e renda) presente de uma comunidade. O aumento da renda, seguido pelo aumento do resíduo (poupança), quando estimulados a rodar entre o circuito financeiro e o produtivo, estimularia a alocação de recursos para o mercado financeiro, de forma a reduzir o custo do dinheiro e ampliar o *funding* para as empresas.

“Numa economia em que o governo é pequeno, o que ocorria em 1931 quando Keynes escreveu o texto aqui citado, o abastecimento de moeda aumenta quando os bancos e seus clientes comerciais estão desejosos de aumentar seu atual endividamento. Isso somente ocorrerá por ambos acreditarem que receitas futuras financiarão o pagamento dos débitos devidos”. (MINSKY, 2010, pg 181).

Tal ciclo conhecido como financiamento – investimento – poupança – *funding* pode ser resumido da seguinte maneira:

- I- Financiamento – Parte do interesse de banqueiros em oferecer crédito;
- II- Investimento – Constitui encomendas de novas máquinas, construção de plantas industriais e etc. Impulsiona a economia real, e gera empregos;
- III- Poupança – Parcela da renda não gasta dado a propensão marginal consumir das famílias (para simplificação não considera-se a poupança das empresas nesse caso) e acrescentada ao estoque de riqueza dos indivíduos.
- IV- *Funding* – Absorção da poupança alocada em títulos coporativos e ações no mercado de capitais para melhorar o perfil da dívida e as condições de financiamento das empresas.

A continuidade deste ciclo dependerá da manutenção do investimento, e da expectativa de que os rendimentos provenientes de novos negócios serão suficientemente capazes de cobrir as despesas dos projetos e dos compromissos financeiros ou de empresas conseguirem fazer melhorias no perfil de endividamento, o *funding*.

Dentro da perspectiva do ciclo econômico proposto por Keynes, o auge do ciclo seria representado pela elevação do nível de investimento da economia. Segundo Minsky, ao longo da prosperidade há um aumento do investimento, mas também há aumento do endividamento para financiar este acréscimo de investimento. A reversão cíclica, de prosperidade para recessão, seria no momento em que empresários não poderiam arcar com os compromissos financeiros assumidos e bancos optariam por reduzir a alavancagem e elevar a margem de

garantia para novos empréstimos, para em seguida, a economia sofrer efeitos negativos nas variáveis macroeconômicas.

### **3.3 A INOVAÇÃO FINANCEIRA COMO PROPULSOR DA CRISE FINANCEIRA**

O que os pós-keynesianos investigam são os fatores que induzem à crise, pois como afirma Minsky, “nossa economia não é instável porque está sempre enfrentando choque de petróleo, guerra e surpresas monetárias, mas devido a sua própria natureza”<sup>30</sup>. Desta forma, o que amplia a teoria de Keynes é a endogeneidade da crise a partir da própria conduta de risco assumida pelos agentes.

A contribuição dos pós-keynesianos para a teoria de Keynes, convém do entendimento da estrutura financeira vigente como precursor da reversão cíclica e conseqüentemente da instabilidade. O tipo de compromisso financeiro assumido pelas empresas e o grau de alavancagem das empresas e bancos seriam a base para compreender o comportamento da atividade econômica.

A lógica pós-keynesiana indica que períodos que precedem um ciclo econômico são iniciados com diminuição na taxa de juros e aumento de liquidez no sistema financeiro por parte dos bancos centrais a fim de estimular a atividade econômica, os bancos manteriam mais empréstimos disponíveis a custos decrescentes através de inovações financeiras e operações não reguladas, alimentadas, geralmente, pela busca de maiores retornos em um cenário de juros baixos. As empresas passariam a contrair dívidas com prazos maiores e menor garantia para financiar suas operações e, principalmente, novos investimentos. A medida que a economia se expande, mais empresas vão se endividando e os investidores financeiros se mostram mais propensos a investir em títulos e ações emitidos pelas empresas na busca por maiores retornos.

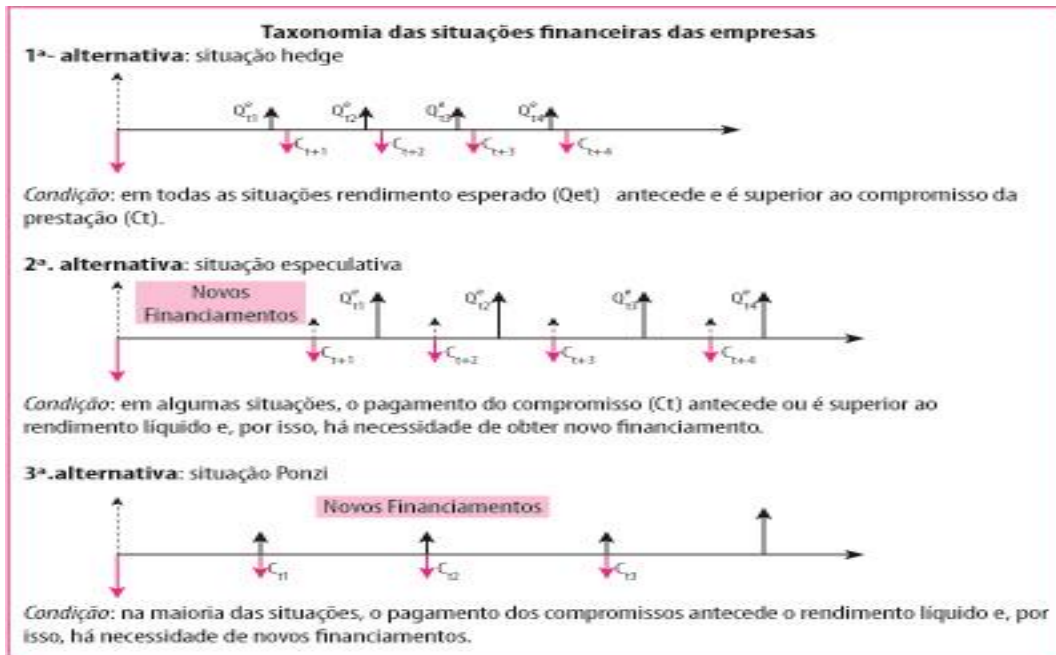
O componente que passa a ser analisado pelos pós-keynesianos para a análise econômica a partir das ideias de Minsky é o tipo de financiamento obtido pelas empresas através de seu fluxo de caixa, ou seja, a combinação de patrimônio acionário e dívidas. Ao analisar o fluxo de caixa das empresas, o que se buscaria é a relação entre o gasto com pagamento de compromissos financeiros sobre dívidas e a receita esperada do bem de capital,

---

<sup>30</sup>MINSKY, 2010, pg. 246.

que Minsky chama de *quasi-rent*<sup>31</sup>. Existem três tipos distintos de financiamento de bens de capital que podem ser identificado no fluxo de caixa das empresas, conforme sugere o Quadro 2:

**Quadro 2 – Diferentes tipos de estrutura financeira das empresas**



Fonte: ARIENTI (2014, pg.16)

O financiamento *hedge* compreende aquele em que o fluxo de receitas a receber de um investimento realizado seja mais do que suficiente para cobrir os compromissos financeiros de modo que uma empresa que estiver nessa condição não poderia possuir um grande volume de dívidas a pagar. Nota-se que bancos comerciais não poderiam se encaixar nesse sistema uma vez que o ganho de um banco comercial consiste na utilização do multiplicador bancário (alavancagem).

O financiamento tipo especulativo consiste no fato de que a quantidade de compromissos financeiros a vencer, antecedem em alguns períodos as receitas provenientes dos bens de capital adquiridos pela empresa, de modo que distorções no fluxo de caixa

<sup>31</sup>Receitas menos gastos deficitários ajustados para crédito fiscal, rendimentos proveniente de um bem de capital. Ver Minsky, 2010 pg. 285.

necessariamente irão induzir a necessidade de rolamento da dívida existente e que estão prestes a vencer.

O outro tipo de financiamento é o tipo Ponzi, que é frequentemente associado a práticas fraudulentas ou altamente especulativas, pois as empresas adquirem dívidas muito elevadas de forma que o fluxo de rendimentos gerados por esses investimentos não são capazes de honrar o compromisso financeiro assumido no tempo esperado. Desta forma, “um arranjo financeiro (especulativo) pode se tornar Ponzi por meio do aumento na taxa de juros, ou de outros custos ou pela queda na receita”<sup>32</sup>.

Esse movimento em conjunto, induz a períodos de prosperidade econômica, que tende a durar até o momento em que os bancos optam por reduzir a alavancagem e dificultam a rolagem das dívidas assim como a concessão de novos empréstimos, empresas com dívidas elevadas não conseguem honrar seus compromissos financeiros e a deflação de ativos passaria a existir, alimentando um sentimento de pessimismo entre os agentes econômicos que sinalizam o fim do ciclo.

A razão principal pela qual nossa economia se comporta de diferentes maneiras em momentos diferentes é o fato de que as práticas e a estrutura dos compromissos financeiros mudam. As práticas financeiras resultam no pagamento de compromissos que são incorporados nos contratos que refletem condições de mercado e as expectativas que serviam de regra quando foram negociados e assinados (MINSKY, 2009, pg. 275).

O cerne da discussão passa então a ser o nível de endividamento das empresas, o tipo de financiamento que elas estão mantendo, e condições de mercado que induzem à crise. Da mesma maneira que uma empresa sobre condições de financiamento especulativo pode vir a se tornar uma empresa em condição *hedge*, devido a uma queda nos juros, ou a novos contratos acertados, também pode se tornar Ponzi em caso de aumento de juros e queda nas receitas.

---

<sup>32</sup>MINSKY, 2009, pg. 288

### 3.4 A DINÂMICA DA ESTRUTURA FINANCEIRA E A TENDÊNCIA À FRAGILIDADE

A tendência a indicar fatores exógenos como propulsores de crises e de instabilidade econômica esconde o caráter endógeno da crise, como identificou Minsky, “a experiência nos indica que nossa economia oscila entre estruturas robustas e frágeis, e crises financeiras exigem a já existência de uma estrutura financeira fraca”<sup>33</sup>. Dessa forma, o termo que define a transformação de uma estrutura robusta para uma estrutura frágil, é a alavancagem financeira.

Períodos de prosperidade econômica induzem a maior propensão a tomada de risco, a medida que a possibilidade de falhas passam a ser desconsideradas, desta forma, o período de prosperidade econômica induz a euforia, e a elevação do endividamento de curto e longo prazo passam a ser cada vez mais comum. Avisos de que a estrutura até então robusta passa a ser fragilizada a medida que o ciclo econômico atinge um nível demasiado elevado de crescimento tendem a ser ignoradas e minimizadas.

(...) num mundo de incertezas, considerando os bens de capital de longo período de desenvolvimento, a propriedade privada e as sofisticadas práticas financeiras de Wall Street, o funcionamento bem-sucedido da economia dentro de uma estrutura financeira inicialmente robusta caminhará para uma situação de fragilidade com o passar do tempo (MINSKY, 2009, pg. 295).

As mudanças no perfil de endividamento das empresas do nível *hedge* para o especulativo e então para Ponzi, caracteriza um movimento comum em uma economia capitalista devido a própria natureza do seu sistema financeiro. O período de tranquilidade e crescimento induziria a mudanças no comportamento dos agentes, pois estes se tornariam mais propensos a acreditar que o crescimento irá perdurar e desta forma, assumem maiores riscos. Tal movimento pode ser identificado com o aumento do capital de terceiros em relação ao capital próprio no balanço dos bancos, e a tomada de novos financiamentos pelas empresas em busca de crescimento.

Qualquer choque exógeno que afete a rentabilidade das empresas, não conseguindo alcançar as receitas esperadas, e que afete a preferência pela liquidez dos bancos, que aumentam a taxa de juros e restringem as condições de empréstimo, podem criar dificuldades de pagamento de compromissos financeiros existentes. Esse fenômeno ficou conhecido como

---

<sup>33</sup>MINSKY, 2010, pg 291



‘*Minsky moment*’<sup>34</sup> que também pode ser compreendido como início de um aumento da preferência pela liquidez e venda dos ativos financeiros para fazer caixa, o que, por sua vez, provoca uma a deflação de ativos.

A contribuição de Keynes para entendimento da crise na Teoria Geral, mostrou que a instabilidade é inerente à economia capitalista, e que as expectativas dos agentes quanto ao futuro, determina variações nos nível de renda e emprego. Os pós-keynesianos relacionaram a interpretação de Keynes da crise, com o mercado financeiro e o comportamento especulativo (propenso a assumir riscos maiores) dos agentes durante períodos de prosperidade econômica.

Como mostrou a crise de 2008, os bancos, sobretudo os americanos e europeus, se encontravam em posição de excessiva alavancagem após o período de prosperidade, e a deflação de ativos que seguiu a corrida para se livrar dos ativos tóxicos, fez com que as instituições financeiras que mantivessem maior quantidade desses ativos em carteira fossem as maiores prejudicadas, ocasionando inclusive na falência de bancos e no auxílio do banco central ao setor financeiro em geral.

A definição de Minsky para retratar a conduta dos bancos para auferir maiores lucros e expansão de mercado com inovações financeiras são, como apresentou Keynes, apostas arriscadas em relação ao futuro, e que a garantia de êxito nos negócios não pode ser premeditada. Deste modo, “(...) o ativismo dos bancos é capaz de atingir não só o volume e a distribuição das finanças, como o comportamento cíclico dos preços, renda e emprego.” (MINSKY, 2011, pg. 226).

---

<sup>34</sup>Expressão criada por Paul McCulley em 1998 para descrever a crise russa.

## 4 O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

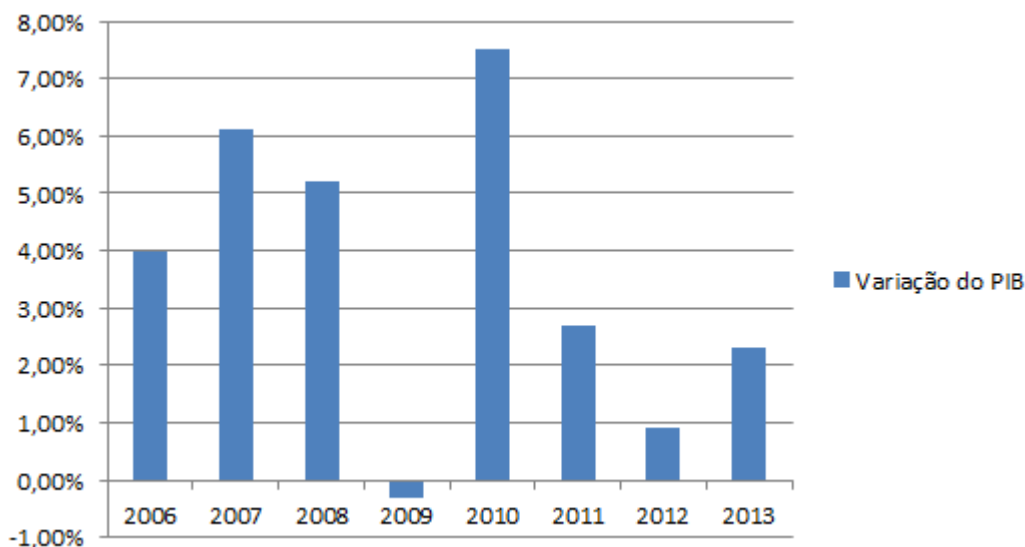
### 4.1 MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL E A CRISE FINANCEIRA GLOBAL

Um dos problemas da crise financeira é sua rápida passagem para uma crise produtiva, afetando variáveis reais da economia, como nível de renda, nível de emprego, exportações e importações. A teoria pós-keynesiana, como apresentado, procurou entender esta passagem de crise financeira para produtiva e mensurar os estágios de desenvolvimento da crise por meio da análise da oferta de crédito na economia e capacidade de pagamento por parte dos tomadores. O objetivo da teoria, seguindo a tradição de Keynes, é fazer recomendações de política econômica para que não haja recessão profunda e prolongada, mas sim uma rápida recuperação do crescimento.

Um canal de propagação de uma crise nacional para uma crise internacional é o comércio global em que as economias nacionais estão engajadas. No Brasil, como nas demais economias do G20, as proporções imediatas da crise motivou a adoção de medidas anticíclicas a fim de auxiliar na retomada do crescimento, ainda que as condições da economia brasileira fossem distintas daquelas dos Estados Unidos e União Europeia. E, segundo estudo da FUNDAP datado de março de 2012<sup>35</sup> “(...) a variação do PIB desacelerou para a faixa de 3,3% a.a. [entre 2009 e 2011]. Aparentemente, esse resultado, comparando períodos, não se configurou como uma interrupção grave no ritmo de crescimento econômico”. O Gráfico 1 apresenta a variação do PIB do Brasil entre 2006 e 103:

---

<sup>35</sup> BOLETIM DE ECONOMIA, março de 2012. Conjuntura em Foco, *PIB do Brasil no pós-crise de 2008: Indústria perde espaço e mercado interno avança.*

**Gráfico 1 – Variação do PIB brasileiro entre 2006 e 2013**

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados disponibilizados pelo IBGE.

O Gráfico 1 apresenta que em 2009 a economia brasileira viu uma recessão, seguida de uma recuperação em 2010 para então desacelerar nos anos seguintes.

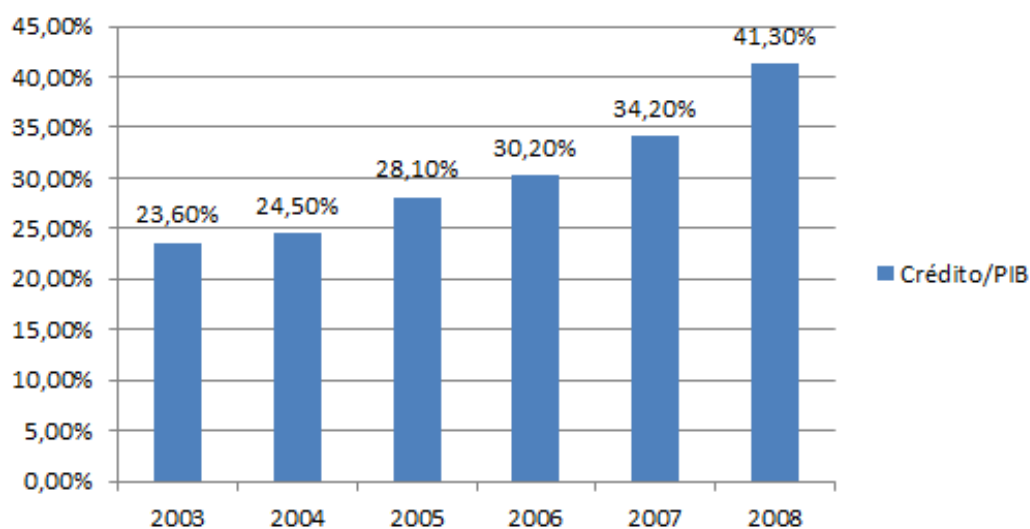
Para entender os impactos da crise financeira no Brasil, precisa-se analisar o seu comportamento no período anterior e imediatamente posterior a crise. Alguns autores ressaltam o ganho de rendimento real dos trabalhadores e a elevação da oferta de crédito, sobretudo as famílias, como motor de expansão do mercado interno e do investimento. Essa expansão do ciclo de crédito, segundo Freitas (2009), teve início em 2003:

“(…) a confirmação da garantia de que não haveria alteração na política econômica do novo governo; a menor volatilidade macroeconômica; e a mudança favorável nas contas externas juntamente a uma melhor condição de liquidez para os países emergentes induziram a expansão do ciclo de crédito que teve início nos primeiros meses de 2003<sup>36</sup>”.

Os dados do Banco Central mostram que em janeiro de 2004, a relação crédito/PIB no Brasil era de 23,6%, enquanto em outubro de 2008 essa relação correspondia a 41,3%, conforme dados do Bacen apresentados abaixo:

<sup>36</sup> Estudos avançados, volume 23, número 66 São Paulo 2009 (FREITAS, Maria Cristina Penido).

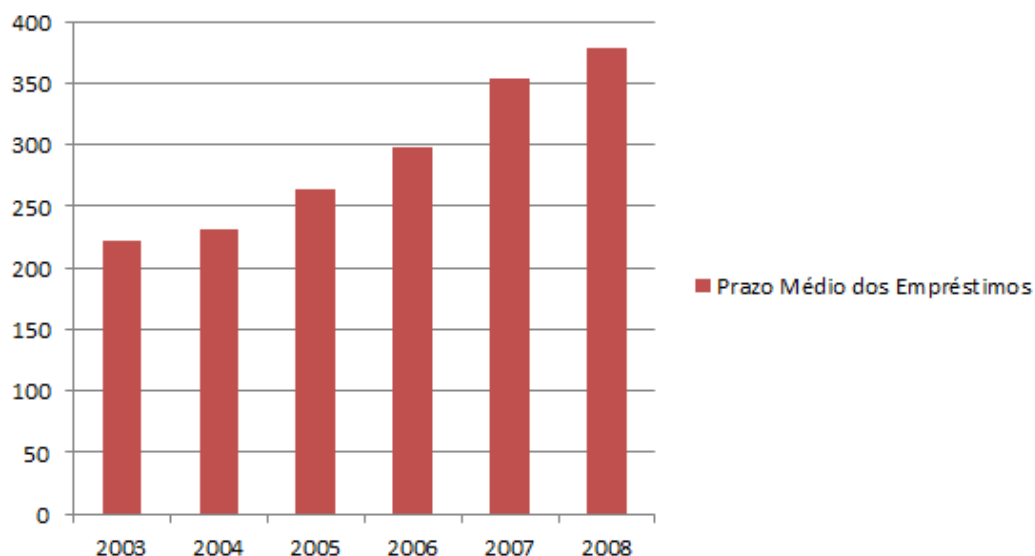
**Gráfico 2** – Evolução da relação Crédito/PIB no Brasil de dezembro de 2003 a outubro de 2008



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen e IBGE.

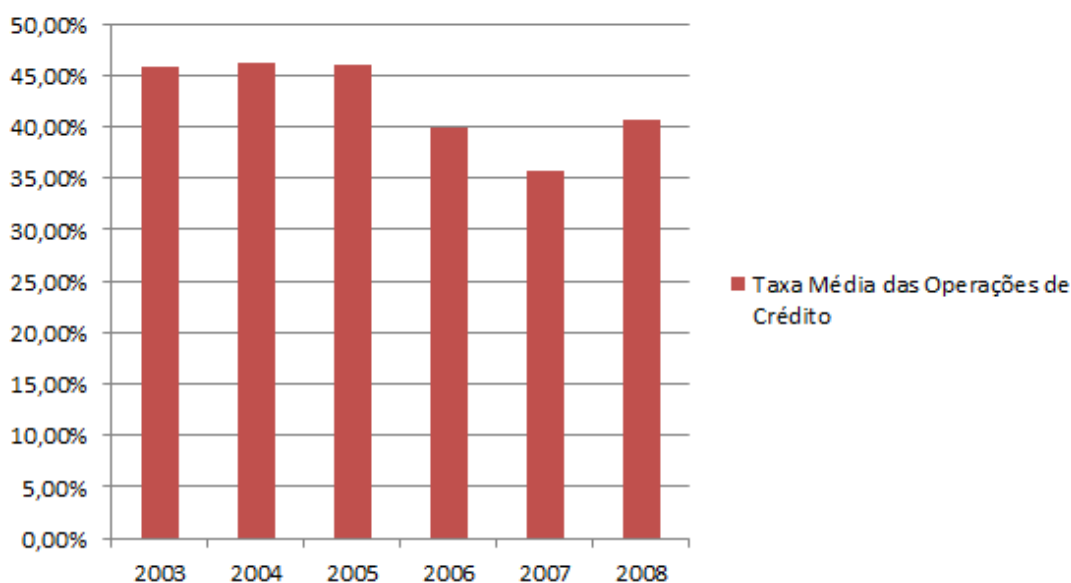
Segundo estudo do BNDES houve, de maneira quase contínua, forte alongamento dos prazos nas operações dos bancos com créditos não direcionados (as empresas), e que em janeiro de 2004 o prazo médio dos empréstimos (tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica), era de 222 dias corridos, enquanto em dezembro de 2008, quatro anos depois, havia se elevado para 379 dias, um aumento de 70,6% no período<sup>37</sup>. Conforme o Gráfico 3:

<sup>37</sup>*Mercado de crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008)*. (SANT'ANNA, André; BORÇA, Gilberto; ARAUJO, Pedro).

**Gráfico 3 – Prazo Médio dos Empréstimos (em dias corridos)**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Concomitante a expansão do prazo das operações de crédito, houve a partir da metade de 2005 uma queda considerável na taxa média de juros das operações de crédito, conforme o Gráfico 4:

**Gráfico 4 – Taxa Média de Juros das Operações de Crédito (anual)**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

O que caracterizou essa expansão do ciclo de crédito na economia brasileira entre 2003 e 2007, foi a expansão da modalidade de crédito direcionado a pessoa física. Como apresenta Freitas (2009), “(...)a expansão dos empréstimos com recursos livres às pessoas físicas esteve ancorada, desde o início da fase de expansão do ciclo, nas modalidades de crédito pessoal, aquisição de veículos e cartão de crédito”. Essa afirmativa também aparece em Sant’Anna, Borça e Araújo (2009): “Em geral, houve expansão contínua das operações de crédito em relação ao PIB, fundamentalmente em função do crescimento do crédito destinado às pessoas físicas(...)”.

No final do ano de 2007, o ambiente doméstico indicava para o fim de um ciclo de baixa na taxa de juros doméstica, e em janeiro de 2008 o Banco Central estava iniciando um ciclo de alta da SELIC e redução da liquidez no sistema financeiro nacional via elevação do compulsório dos bancos comerciais, conforme Freitas (2009), “duas decisões de política econômica que visavam frear o crédito e desacelerar a expansão da economia para conter pressões inflacionárias (...)”.

Com o agravamento da crise nos EUA motivado pela quebra do Lehman Brothers, surgia o alerta de que a crise financeira que passava a se tornar uma crise sistêmica global poderia atingir o Brasil. O fluxo de capitais no mundo passou por uma realocação de ativos, que induziu a maior volatilidade, e, conforme os dados do Balanço de Pagamentos divulgado pelo Banco Central, é possível observar que houve uma redução no ingresso de capitais via Investimento Externo Direto, e também retirada de capitais em Investimento Direto em Portfólio na economia brasileira:

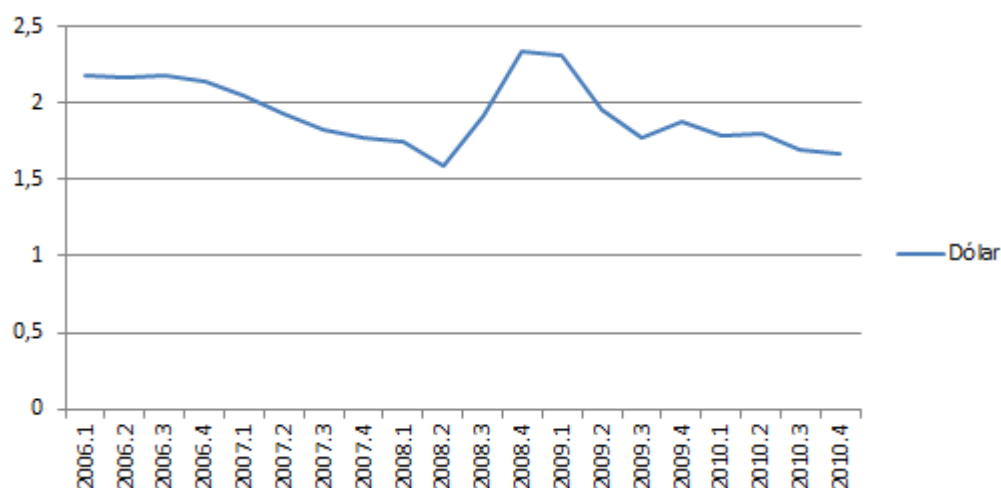
**Tabela 1** – Investimento Externo Direto e Investimento Externo em Portfólio entre 2006 e 2010 em milhões (US\$)

	Investimento Externo Direto	Investimento Externo em Portfólio
2006	18822	9076
2007	34585	48104
2008	45058	-767
2009	25949	46159
2010	48506	67795

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Essa redução de entrada de capital externo no Brasil por parte de investidores estrangeiros, tanto em renda fixa, e ações (*equity*) em 2008 (ambos capital de fácil movimentação no mercado financeiro), e também via multinacionais através da redução de investimentos e aumento no envio de recursos das filiais para a matriz como aparece em 2009, pode ser interpretado como uma consequência do aumento da incerteza na economia global e uma realocação para ativos financeiros mais seguros e líquidos, como os títulos do tesouro americano. Esse movimento induziu a uma maxidesvalorização do dólar conforme exposto no Gráfico 6:

**Gráfico 6** – Desempenho trimestral do Dólar americano de 2006 a 2010



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Com o crescimento do crédito e da renda no período que precedeu a crise, o dólar americano seguia uma trajetória de apreciação, motivado pelo aumento do saldo líquido de recursos na Balança de Pagamentos e acúmulo de reservas, conforme a Tabela 2:

**Tabela 2** – Saldo da Balança de Pagamentos em milhões (US\$)

	Saldo da Balança de Pagamento
2006	30569
2007	87484
2008	2969
2009	46651
2010	49101

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Neste cenário, muitas empresas mantinham em tesouraria, posições “compradas” em dólar por meio de derivativos financeiros, enquanto outras empresas mantinham despesas financeiras e também parcelas a pagar de máquinas e equipamentos em moeda estrangeira sem mecanismos de proteção (*hedge*), confiando na trajetória de apreciação do Real brasileiro. Quando houve a desvalorização do real, muitas delas precisaram registrar perdas volumosas que, segundo Freitas (2009), “(...) foram estimadas em 25 bilhões de dólares e atingiu cerca de 3 mil empresas”.

“(...) por razões contratuais, os bancos se viram obrigados a ampliar a concessão de empréstimos para as empresas que incorreram em perdas vultuosas com derivativos de câmbio, seja para *hedge*, seja para redução do custo do crédito bancário. Além de financiarem as chamadas margens de margem na BM&F para as empresas que fizeram, com propósito de *hedge*, operações de derivativo de câmbio, os bancos rolaram e ampliaram as linhas de créditos das empresas para as quais haviam concedido empréstimos associados a opções e *swaps* de dólar (FREITAS, 2009)”.

A ampliação da concessão de empréstimos para as empresas que incorreram em perdas com derivativos, assim como o financiamento da margem que este tipo de operação exige, foi realizada com o intuito de permitir que essas empresas reduzissem sua exposição à volatilidade do mercado financeiro (no mercado de câmbio e juros) e evitar que as mesmas recorressem à recuperação judicial<sup>38</sup>, o que na situação existente na época poderia intensificar a incerteza na economia brasileira que a crise mundial originou. Como apresentado no capítulo teórico, empresas na situação financeira especulativa e ponzi precisam de novos empréstimos de curto prazo para pagarem seus compromissos financeiros de forma imediata. Como não conseguem fazer o *funding*, recorrem à rolagem de dívidas com novas empréstimos.

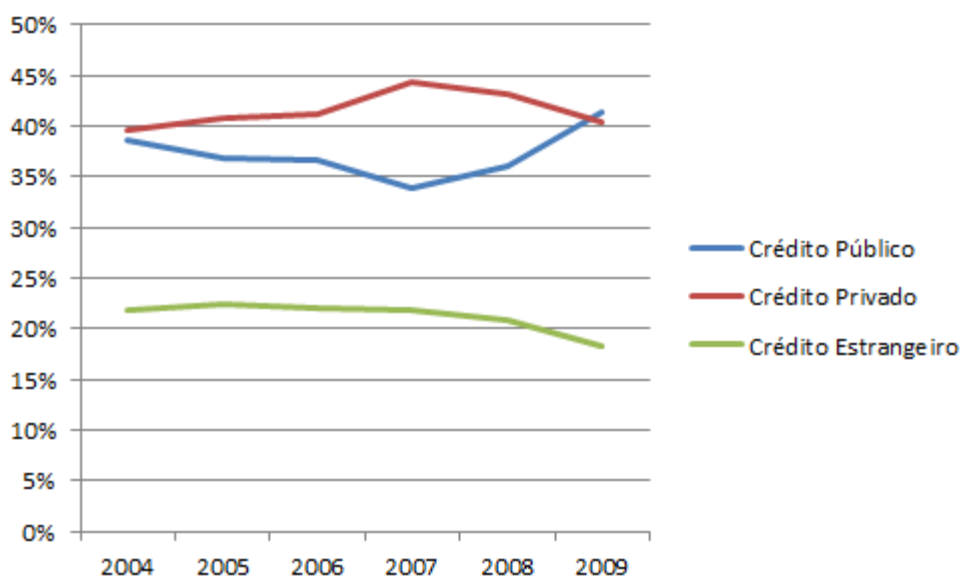
No mercado de crédito nacional, a incerteza e a aversão ao risco durante a crise tenderia a desacelerar a concessão de crédito na economia. Essa redução de empréstimos aconteceu no setor financeiro, mais por parte de bancos privados e estrangeiros. No entanto, nos bancos públicos houve uma elevação de novos empréstimos conforme o Gráfico 7:

---

<sup>38</sup> Reestruturação de empresas economicamente viáveis que passam por dificuldades para pagar credores.  
[www.jusbrasil.com.br](http://www.jusbrasil.com.br)



**Gráfico 7** – Participação do Saldo de Operações de Crédito das Instituições Financeiras por Origem no Total de Operações realizadas (em %)

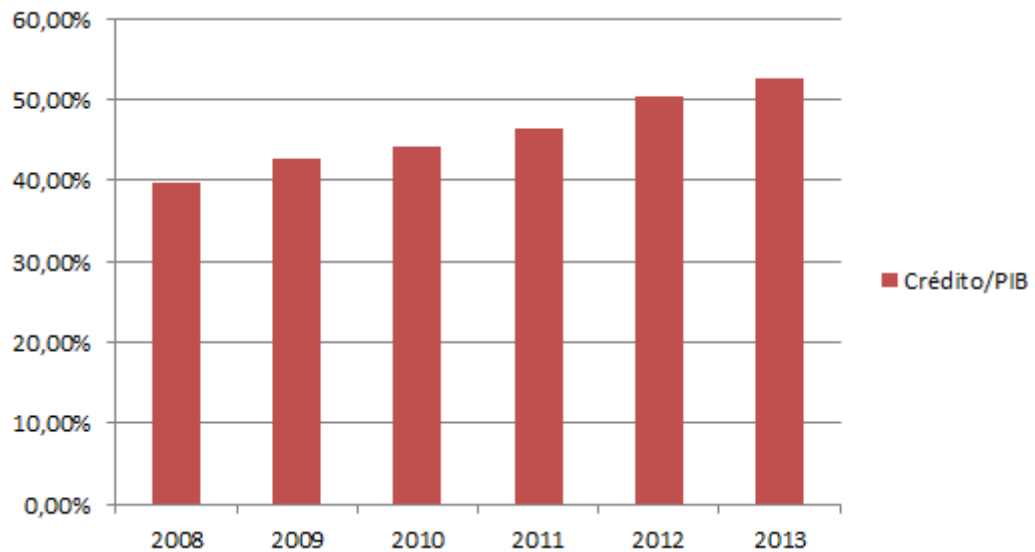


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

A partir de 2007, a participação do crédito concedido por instituições financeiras de controle público se amplia enquanto a participação do crédito concedido por instituições financeiras de controle privado e de controle estrangeiro retrai.

## 4.2 A OFERTA DE CRÉDITO NO BRASIL NO PERÍODO PÓS-CRISE

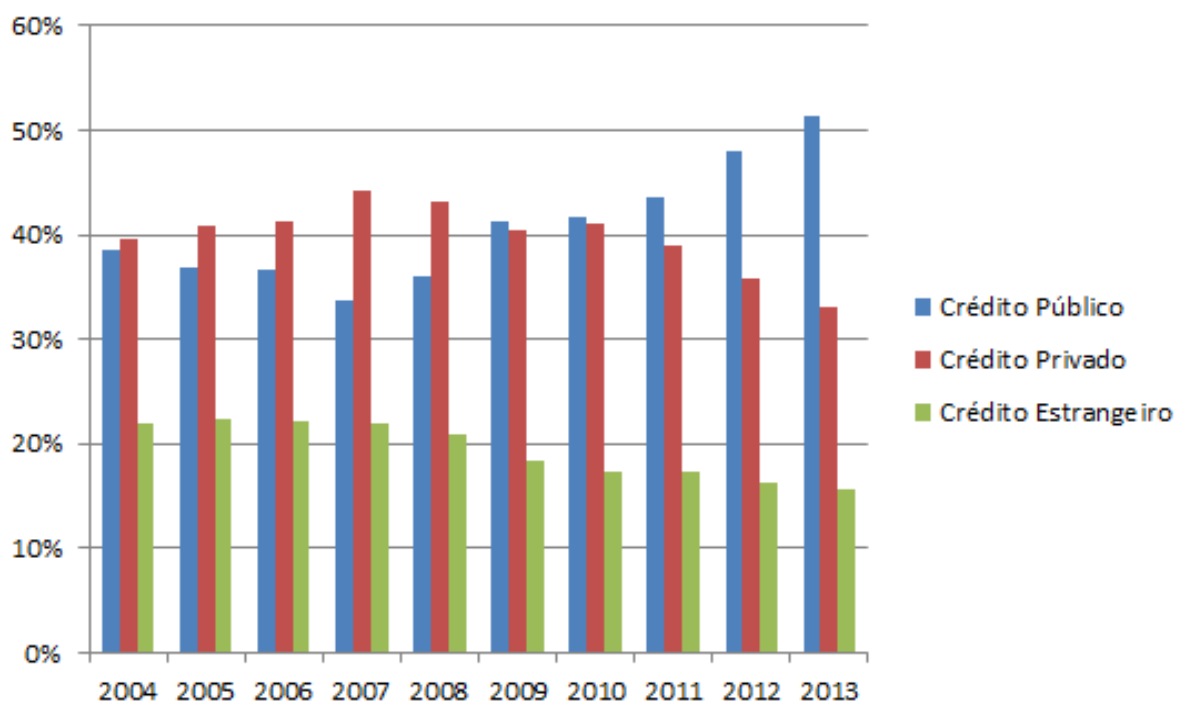
Após a derrocada do banco americano Lehman Brothers, ficou claro que a crise financeira havia tomado proporções globais, e que o sistema financeiro mundial estaria sem a mesma liquidez que no período que precedeu a crise. Na economia brasileira, apesar de haver uma desaceleração na oferta de crédito a partir de 2008, o estoque de crédito com relação ao PIB continuou a se ampliar conforme o Gráfico 8:

**Gráfico 8** – Relação Crédito/PIB de dezembro de 2008 a dezembro de 2013

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Bacen e IBGE.

Em dezembro de 2008 a relação Crédito/PIB estava em 39,70% em dezembro de 2008 e atingiu 53,57% em dezembro de 2013. O que mudou na oferta de crédito foi a origem do crédito ofertado, pois, com a crise iniciada em 2008, os bancos sob controle nacional privado e sob controle estrangeiro se tornaram mais conservadores, enquanto os bancos sob controle público protagonizaram maior expansão na oferta de crédito, como sugere o Gráfico 9:

**Gráfico 9** – Origem das Operações de Crédito de dezembro de 2004 até dezembro de 2013



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Em 2004, o crédito concedido por instituições financeiras de controle público representava 39% do total, atingindo o menor nível da série em 2007 com 34% para então voltar a se elevar e encerrar 2013 com a participação de 51% do total. As instituições financeiras de controle privado representavam 40% do total em 2004, aumentando para 44% em 2007 para então recuar e encerrar 2013 com 33%. Com menor participação, as instituições de controle estrangeiro correspondiam a 22% do total em 2004, permanecendo no mesmo patamar em 2007 e encerrando a série com 16%.

Entende-se por instituições financeiras de controle público, segundo o Banco Central do Brasil, aquelas que o governo federal ou governos estaduais e municipais detenham mais de 51% do capital social. As três maiores instituições financeiras de controle público no Brasil são: Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social<sup>39</sup>.

<sup>39</sup>Instituições que possuem maior carteira de crédito entre os bancos. Dados retirados da FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos).

Segundo Santa'nna, *et al* (2009, pg. 52),

“(...)o agravamento da crise financeira internacional no segundo semestre de 2008 tenderia a evidenciar o papel anticíclico do BNDES, especialmente na sustentação do atual ciclo de investimentos [do período pós crise]. Portanto, nesse momento de instabilidade, em que as empresas necessitam de linhas de financiamento para seus projetos de investimento, o BNDES tende a aumentar sua atuação como principal fonte de *funding* de longo prazo no país”.

Evidenciou-se a expansão do crédito no período pós-crise capitaneado pelos bancos públicos, e, ainda segundo Santa'nna, *et al* (2009), “Diferentemente do primeiro ciclo [de crédito entre 2004 e 2007] em que predominou as operações para as famílias. Este segundo momento representa a expansão do crédito às empresas, especialmente a partir de 2008(...)”.

### 4.3 ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS E A ECONOMIA BRASILEIRA

Para entender se a expansão do crédito pós-crise comprometeu o crescimento dessas empresas e afetou a economia brasileira, foram analisadas variáveis disponibilizadas no balanço das maiores empresas financeiras e não financeiras do Brasil. As variáveis analisadas são do período imediatamente anterior e posterior à crise.

A fim de compreender qual o grau de alavancagem das instituições financeiras, foram coletados dados referente ao nível de endividamento e liquidez de 37 empresas do setor financeiro, entre elas bancos, seguradoras e empresas de *private equity*<sup>40</sup>, listadas na bolsa de valores de São Paulo.

Foram utilizados para os seguintes índices:

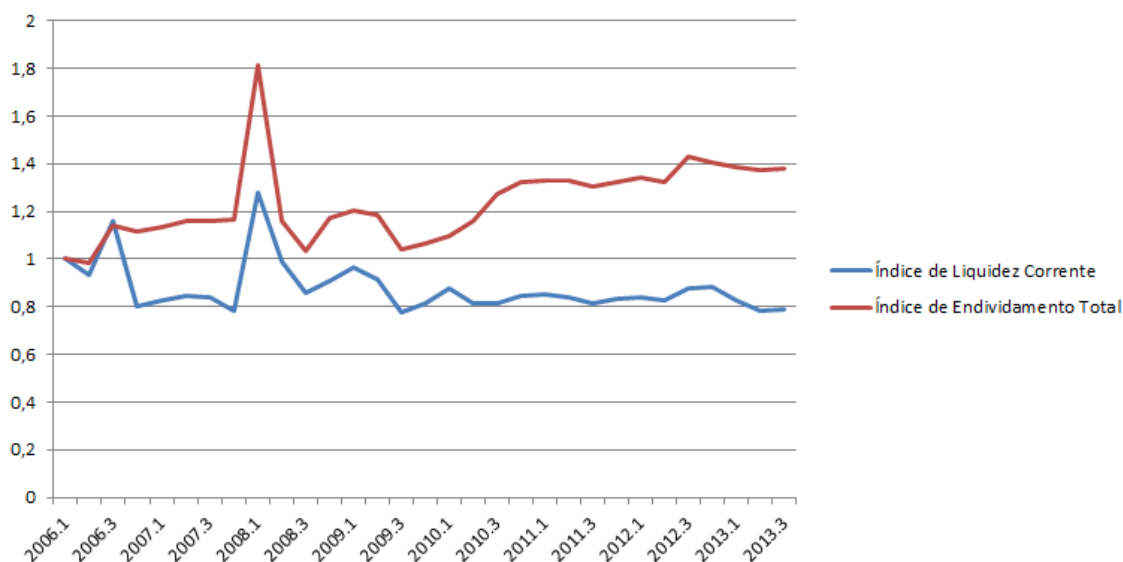
**Liquidez Corrente:** Indicador que apresenta a capacidade da empresa em cobrir obrigações de curto prazo, o índice é construído através da relação de Ativo Circulante dividido pelo Passivo Circulante. Quanto maior o índice, melhor é a capacidade da empresa de honrar compromissos de curto prazo.

**Endividamento Total:** Indicador utilizado para representar a dívida total da empresa com relação a seus ativos, Exigível Total dividido pelos Ativos Totais. Quanto maior o índice, mais alavancada está a empresa.

---

<sup>40</sup> São empresas que emitem dívida para comprar participações em outras empresas e futuramente revende-las com lucro.

**Gráfico 10** – Índice de Liquidez Corrente e Índice de Endividamento Total das principais empresas de serviços financeiros da Bovespa entre 2006 e 2013



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Economática.

Os dados coletados foram devidamente trabalhados para não causar distorções no resultado, de forma que o Patrimônio Líquido das instituições serviu para ponderar a participação de cada empresa. É possível observar que no primeiro trimestre de 2008 houve uma elevação no índice de endividamento total das empresas, mas também houve uma elevação na liquidez corrente.

Observa-se que no pós-crise o Índice de Liquidez Corrente teve uma leve tendência de queda, enquanto o Índice de Endividamento apresenta uma tendência de alta.

Ao observar o desempenho da Bolsa de Valores de São Paulo e da trajetória do Dólar Americano, é possível identificar com mais clareza a volatilidade que a crise financeira trouxe para o mercado financeiro nacional, sobretudo no terceiro trimestre de 2008 quando ocorreu a quebra do Lehman Brothers.

Os bancos mantiveram um patamar da dívida que não apresenta grandes variações entre 2009 e 2013, apesar de haver um aumento do índice de endividamento e redução do índice de liquidez. Essa posição financeira dos bancos indicaria que apesar da expansão do crédito no país após a crise, como apresentado anteriormente, esta foi concentrada em bancos públicos, pois com exceção do Banco do Brasil e alguns bancos estaduais de menor porte, a

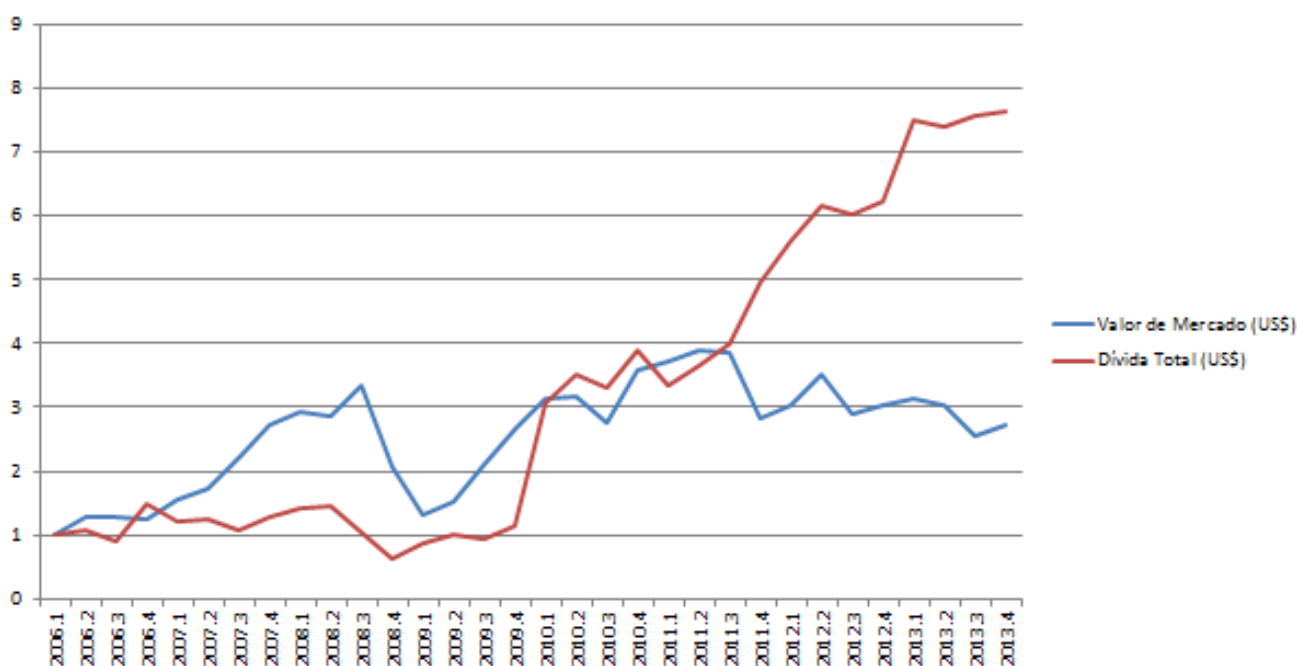
maioria das empresas financeiras listadas na Bovespa constituem empresas de controle privado e estrangeiro.

Para analisar o endividamento das maiores empresas não financeiras do Brasil, foram coletados indicadores de 317 empresas listadas na Bovespa, são eles:

**Dívida Total Líquida:** Trajetória da dívida total das empresas, em dólar americano (US\$) do primeiro trimestre de 2006 até o quarto trimestre de 2013.

**Valor de Mercado:** Trajetória do valor de mercado das empresas, em dólar americano (US\$) do primeiro trimestre de 2006 até o quarto trimestre de 2013.

**Gráfico 11** – Variação da Dívida Total Líquida e do Valor de Mercado (ambos em dólar americano) de 317 empresas não financeiras listadas na Bovespa entre o primeiro trimestre de 2006 e o último trimestre de 2013

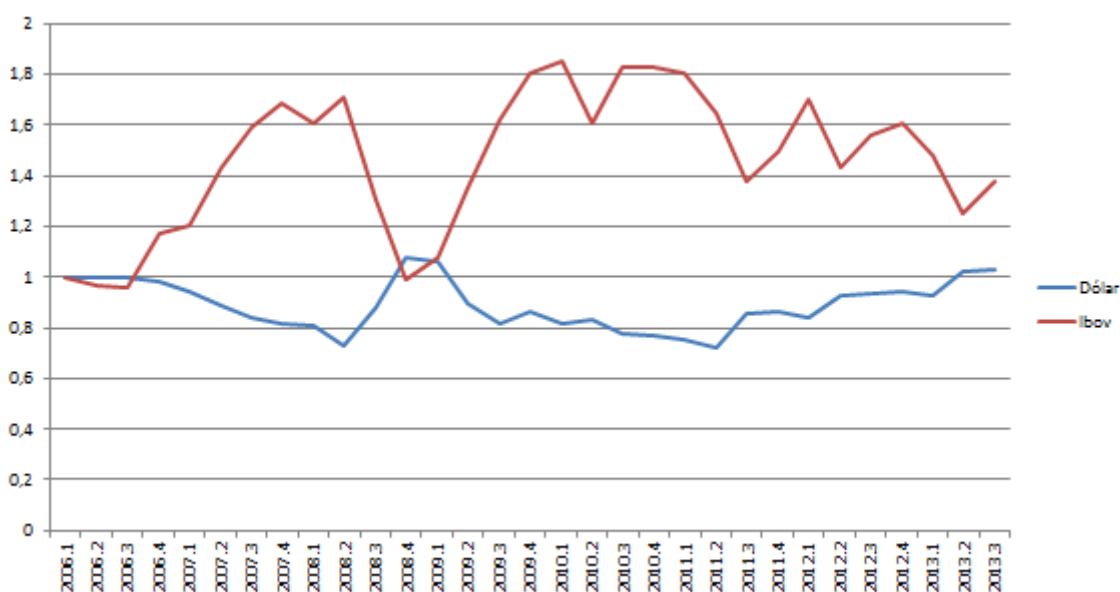


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Economática.

O descolamento entre a dívida total, e o valor de mercado ocorrido entre o primeiro trimestre de 2006 até o quarto trimestre do mesmo ano, apresenta uma alteração da trajetória das variáveis, mas que do quarto trimestre de 2006 até o segundo trimestre de 2008 (logo antes da crise), o endividamento das empresas permaneceu no mesmo patamar até o final da

série. No segundo trimestre de 2009, foi possível notar que as variáveis caminharam em trajetória parecida, com uma redução da diferença nos dois últimos trimestres de 2009. No período de crise, apesar da queda no valor de mercado das companhias, foi possível analisar que o endividamento das empresas vinha aumentando com leves variações, sem grande distanciamento do valor de mercado dessas empresas, porém, a partir do terceiro trimestre de 2009, o que acontece é uma inversão das trajetórias, pois enquanto o valor de mercado teve uma leve recuperação, este segue sem uma trajetória de alta ou de baixa definida, enquanto o endividamento segue em trajetória de alta. O Gráfico 12 apresenta a variação do Ibovespa e Dólar Americano no Brasil:

**Gráfico 12** – Variação do Ibovespa e do Dólar Americano entre o primeiro trimestre de 2006 e o quarto trimestre de 2013



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Economática e Bacen.

A partir do aumento da volatilidade que existiu no período de 2008 e 2009, movimentos no fluxo de capitais impactaram na trajetória dessas variáveis conforme os dados apresentados anteriormente na Tabela 3.1. Para o período pós-crise o índice Bovespa mantém tendência de queda após a recuperação de 2009, concomitante a elevação do endividamento das empresas não financeiras.

A trajetória dos dados das empresas financeiras e não financeiras indicou que até o terceiro trimestre de 2008, não houve uma relação entre o nível de endividamento das

empresas e elevação do preço das ações pelo valor de mercado como via Ibovespa, mas para o período pós-crise foi possível notar que o aumento do endividamento das empresas foi acompanhado da queda no valor de mercado dessas empresas, redução do Índice Bovespa e menor crescimento do PIB.

#### **4.4 SÍNTESE CONCLUSIVA**

O mercado de crédito brasileiro experimentou um crescimento acelerado a partir de 2003, liderado pelas instituições financeiras de controle privado e em grande medida direcionado as famílias. Esse ciclo durou até 2007, quando os bancos públicos assumiram a liderança na expansão do crédito, com maior direcionamento ao setor corporativo, principalmente em função da crise financeira de 2008.

No período que precedeu a crise, a economia brasileira experimentava melhorias nas condições de crédito como alongamento de prazos e redução de custo médio dos empréstimos, enquanto a economia crescia em ritmo acelerado. Com a eclosão da crise, a partir de outubro de 2008, a volatilidade no mercado financeiro internacional trouxe incerteza para o futuro da economia brasileira e afetou negativamente o fluxo de capitais, que causou impacto no mercado de câmbio e mercado de ações. Essa volatilidade afetou algumas empresas que estavam desprotegidas da oscilação da moeda brasileira em relação ao dólar americano e também reduziu o valor dessas ações na Bovespa.

Após a crise financeira os bancos estrangeiros e privados reduziram a participação na oferta de crédito, enquanto os bancos públicos ampliaram. Houve então uma melhora no fluxo de capitais a partir de 2009, aumento no valor de mercado das empresas, no Ibovespa e um crescimento robusto, mas não sustentado, como podemos ver nos anos seguintes da economia em 2010.

A partir de 2010, as empresas brasileiras ampliaram o endividamento até o final do ano de 2013, principalmente aquelas não financeiras, com recursos majoritariamente advindos de bancos públicos. O valor de mercado dessas empresas caía a medida que se ampliava o endividamento, concomitante a diminuição gradual do Ibovespa e a desaceleração da economia.



A expansão do crédito na economia brasileira antes da crise, apesar de significativo, não foi grande o suficiente capaz de originar uma “bolha financeira” na economia brasileira. O crescimento da economia se manteve logo após a crise, e o crédito continuou sendo ampliado com relação ao PIB brasileiro, deste modo, o Brasil foi mais afetado na crise via interrupção de fluxo de capitais para a economia brasileira e redução do comércio global.

As empresas se encontravam com um nível de dívida “gerenciável”, de modo que no período pós-crise, estas encontraram espaço para ampliar significativamente o nível de endividamento, sobretudo através de crédito público. A perda de valor de mercado das empresas e a desaceleração da economia entre 2011 e 2013 foram graduais, e não houve queda brusca na atividade econômica após 2009.

## 5 CONCLUSÃO

A expansão do crédito na economia americana a partir do ciclo de baixa nas taxas de juros no início da década passada, iniciou um movimento de tomada de risco pelos agentes de mercado nos Estados Unidos. As instituições financeiras intensificaram a oferta de produtos lastreados em crédito hipotecário, enquanto os mutuários enxergaram nos produtos criados por essas instituições, mecanismos para adquirir uma residência. A medida que os produtos financeiros eram securitizados e vendidos como títulos para investidores, muitos mutuários com capacidade de pagamento duvidosa ampliavam a fatia na concessão total de empréstimos sem que os modelos de risco mensurassem a possibilidade de não pagamento dessas dívidas.

Quando os primeiros financiamentos deixaram de ser pagos, a reversão de expectativas quanto ao futuro do mercado de crédito americano desencadeou a crise financeira, que logo afetou o nível de emprego e renda na maior economia do mundo, com efeito nas demais economias engajadas na relações financeiras e comerciais globais. Houveram medidas coordenadas entre os países para conter a intensificação da crise e restaurar a confiança na retomada do crescimento.

A exposição da teoria de Keynes, fundamentou o papel das expectativas na tomada de decisão dos agentes, e como o equilíbrio de curto prazo é atingido ainda que com baixo emprego dos fatores de produção e recessão. A crise, portanto, precisaria ser combatida com medidas para ampliar a demanda e induzir a expectativas de aumento da demanda futura, para que assim os empresários voltassem a investir, as famílias voltassem a consumir, para que o ciclo de crescimento seja restabelecido. Os economistas pós-keynesianos, compreenderam que o crescimento do sistema financeiro na época posterior a Keynes, foi desenvolvido, e que seu papel como indutor do crescimento havia aumentado. Em contrapartida, a tendência a instabilidade macroeconômica estaria mais relacionada à fragilidade financeira, e que períodos de prosperidade econômica induz a propensão ao risco e a ampliação da oferta de crédito, de forma que uma estrutura financeira composta por tomadores de empréstimo que honrassem os compromissos financeiros seria substituída por tomadores com capacidade reduzida de pagamento, até que um choque exógeno, ou elevação das taxas de juros, ocasionaria na necessidade de venda de ativos para pagamento de dívidas, com consequência, uma deflação de ativos existiria.

As inovações financeiras apontadas pelos pós-keynesianos foram desenvolvidas nos EUA, e movimentaram um ciclo de prosperidade na economia mundial. Da mesma forma, quando essa estrutura financeira apresentou fragilidade, o efeito perverso na economia real apareceu.

No Brasil, o crescimento econômico vivido entre 2004-2007 foi vigoroso e crescente, a partir de 2008, houve uma desaceleração da economia, seguido de uma recessão em 2009, retomada em 2010 e desaceleração a partir de 2011. Ainda que houve o desenvolvimento do crédito no período, até 2008, não existia grandes níveis de endividamento das empresas, e as instituições financeiras de controle público reduziam sua fatia no total da oferta de crédito, e as instituições financeiras privadas e estrangeiras ampliavam sua participação. Com o desencadeamento da crise, os bancos privados puderam realizar uma acomodação das dificuldades financeiras vividas pelas empresas, sendo que esta última foi ocasionada por movimentos negativos no fluxo de capitais e desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar americano.

A partir de então, os bancos públicos assumiram a expansão do crédito direcionado às empresas, e estas aumentaram significativamente seu endividamento total. Esse aumento do endividamento não foi traduzido em novos investimentos e lucros, quando se analisa o valor de mercado, e o preço das ações. Ao invés disso, o que houve foi a desaceleração do crescimento do PIB e redução do preço das ações.

Portanto, o mercado de crédito no Brasil, não apresenta uma estrutura financeira robusta capaz estimular de maneira endógena períodos de prosperidade via ampliação da participação do sistema financeiro. A economia brasileira mostrou que responde de maneira mais significativa aos fluxos de capitais estrangeiros do que ao crescimento do crédito doméstico. Há, segundo os pós-keynesianos, ciclos de negócios menos intensos em economias com o setor financeiro pouco desenvolvido, e que essas economias experimentam menor crescimento e menor exposição a estruturas financeiras frágeis justamente pela baixa relação que estas apresentam com períodos de prosperidade.

O papel desempenhado pelos bancos públicos no pós-crise, deve ser questionado, quando analisado a fraca retomada da atividade econômica no período. A expansão desse tipo de crédito foi realizada na tentativa de reverter a expectativa negativa que pairava sobre o setor privado quanto a expectativa de demanda futura, o que não aconteceu. Para que o setor privado tenha dado continuidade na redução da oferta de crédito, os preços das ações, e o

crescimento do PIB tenham sido reduzidos, significa que o aumento do crédito via bancos públicos naquele momento não apresentava motivos para retomar a confiança na economia. Cabe-se investigar o porque disso.

## 6 REFERÊNCIAS

ARIENTI, Wagner. **Keynes e pós-keynesianos em sala de aula: notas didáticas sobre o circuito financiamento – investimento – poupança – *funding***. 2015.

ARIENTI, Wagner. Do Estado Keynesiano ao Estado Schumpeteriano. **Revista de Economia Política** vol. 23. n.4, pg.97-113, outubro/dezembro, 2003.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 5ª Edição, Pearson Prentice Hall. São Paulo, 2011.

CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Francisco Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshiro. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de *pecking order* e *trade-off*, usando *panel data*. **Revista de Administração Mackenzie**, 2013, Vol.14(4), p.106. 2010.

DE CARVALHO, Fernando; DE SOUZA, Francisco; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz; STUDART, Rogério. **Economia Monetária e Financeira, Teoria e Política**. Rio de Janeiro, RJ: Editora Campus. 2007.

DE PAULA, Luiz. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, SP. Vol. 43, n.2, p. 363-396, abr.-jun. 2013, p. 363-396. 2013.

DE PAULA, Luiz. O circuito '*finance-funding*'. **Valor Econômico**. 30 de janeiro, 2015.

FREITAS, Maria. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, volume 23, N. 66, São Paulo, 2009.

GRAHAM, Benjamin. **The Intelligent Investor**. New York, NY. First Collins Business Essential edition. 2006.

INACIO, Janypher Marcela. **Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual: uma análise a partir de Minsky**. Monografia – Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

KEYNES, John. A Teoria Geral do Emprego. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 51, No. 2. Fev, 1937.

KEYNES, John. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Editora Saraiva. 2012.

MARTINS, Jairo. **Modo de acumulação da economia dos Estados Unidos da América (EUA), a Crise Econômica de 2008, Evolução e Problemas: uma análise pós-keynesiana**. Monografia – Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014.

MINSKY, Hyman. **Estabilizando uma Economia Instável**. Osasco, SP: Novo Século Editora. 2009.

MINSKY, Hyman. **John Maynard Keynes**. Campinas: Editora da UNICAMP, 2011.

O'NEILL, Jim. **O Mapa do Crescimento, Oportunidades Econômicas nos BRICS e Além Deles**. São Paulo, SP: Editora Globo. 2011.

POSSAS, Mário. Demanda Efetiva, investimento e dinâmica: atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica. **Revista de Economia Contemporânea**, 3 (2); p. 17-46, jul-dez 1999.

PRATES, Daniela Magalhães; CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcus Tadeu Caputi. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, 2011, Vol.15(1), p.62. 2010.

RICUPERO, Rubens; BRESSER-PEREIRA, Luiz; OCAMPO, José; NASSIF, Luís. A crise internacional e seu impacto no Brasil. **Estudos Avançados**, volume 22, N. 64, São Paulo, 2008.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. **A Economia das Crises: um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SANT'ANNA, André; JUNIOR, Gilberto; ARAÚJO, Pedro. Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, V. 16, N. 31 pg 41-60, junho de 2009.

WHALEN, Charles. The CreditCrunch, A Minsky Moment.Publicado em: **Studi e Note di Economia**,Anno XIII, n.1 pagg 03-21. 2008.