

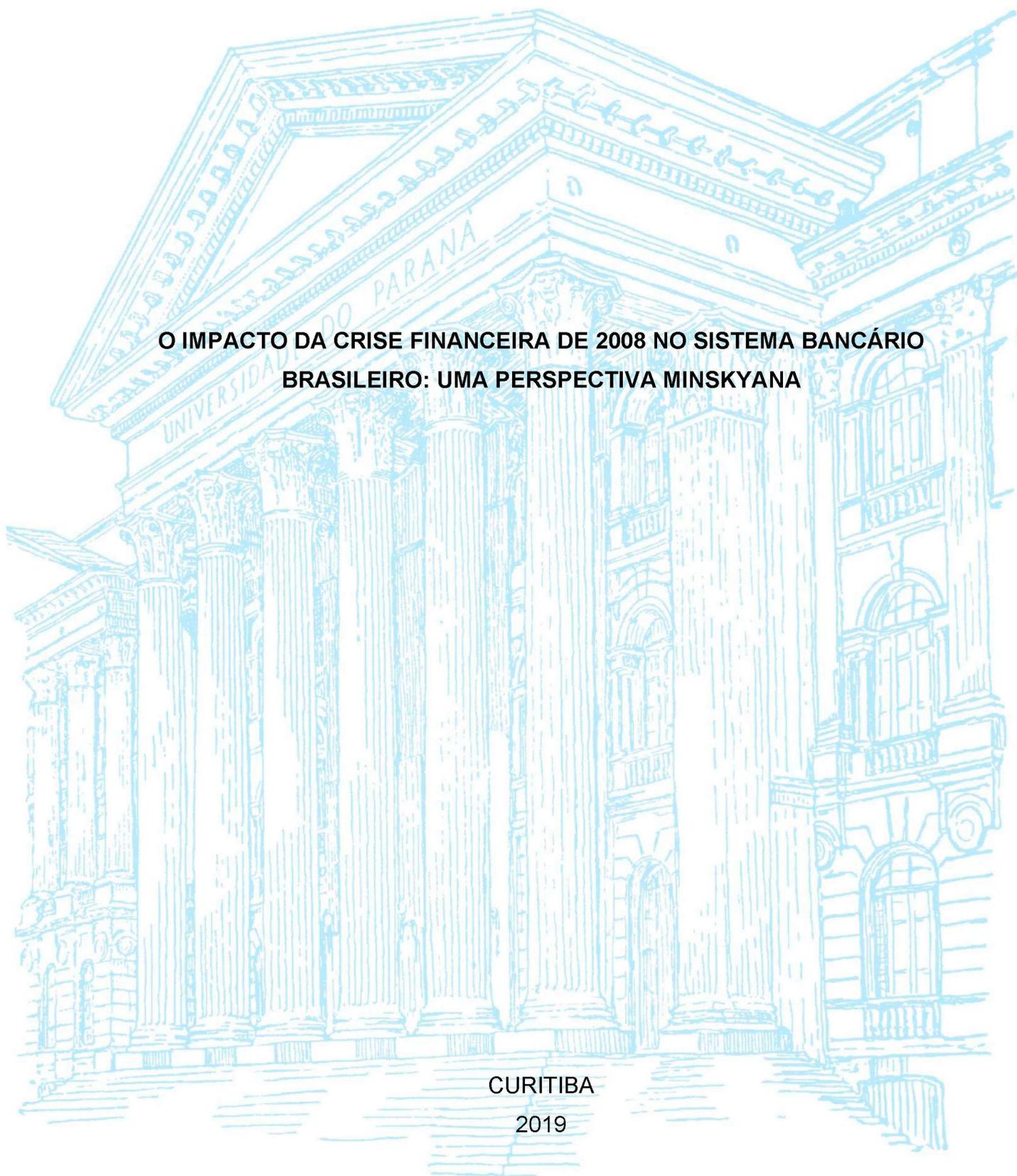
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

NICOLAS PACCOLA REZENDE

**O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NO SISTEMA BANCÁRIO
BRASILEIRO: UMA PERSPECTIVA MINSKYANA**

CURITIBA

2019



NICOLAS PACCOLA REZENDE

O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NO SISTEMA BANCÁRIO
BRASILEIRO: UMA PERSPECTIVA MINSKYANA

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto.

CURITIBA

2019

TERMO DE APROVAÇÃO

NICOLAS PACCOLA REZENDE

O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO: UMA PERSPECTIVA MINSKYANA

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto.

Orientador

Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Paraná.

Profa. Dra. Virginia Laura Fernández.

Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Paraná.

Profa. Dra. Dayani Cris de Aquino.

Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Paraná.

Curitiba, 06 de dezembro de 2019.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Fabiano Dalto, meu orientador, que me ajudou e orientou durante todo o processo de desenvolvimento do trabalho.

Agradeço também aos colegas de graduação e aos professores de Economia, que participaram e contribuíram para a minha formação.

Por fim, agradeço aos meus pais que sempre me deram apoio e suporte na vida e nos estudos.

“A única surpresa sobre a crise econômica de 2008 foi ter sido uma surpresa para tantos.” (STIGLITZ, Joseph)

RESUMO

Este trabalho se propõe a examinar os impactos da crise financeira de 2008 no sistema bancário brasileiro através de uma perspectiva Minskyana, isto é, considera a crise como resultado do funcionamento normal da economia capitalista. Busca compreender como o funcionamento interno e intrínseco ao sistema capitalista contribuiu para a gestação, o desenvolvimento e a eclosão da crise, bem como sua propagação para a economia brasileira. São apresentados os elementos mais importantes do arcabouço teórico de Minsky, a taxonomia da dívida de Minsky, que explica o papel do endividamento na estrutura financeira capitalista, a hipótese da instabilidade financeira, denotando os elementos intrínsecos do funcionamento da economia que levam à instabilidade e como esses elementos chave e inatos do capitalismo levam às crises financeiras e econômicas. A partir desse referencial teórico, são apresentados o funcionamento do sistema bancário capitalista e o papel do Banco Central. Também são analisados como esses elementos explicitados por Minsky contribuíram, de fato, para a eclosão da crise financeira de 2008 e como se desenrolaram no período posterior à crise. São avaliados os efeitos da propagação da crise e os impactos para a economia e o sistema bancário brasileiros, focando, principalmente, no mercado de crédito. Conclui-se que o impacto da crise financeira de 2008 sobre o sistema bancário brasileiro ocorreu principalmente no mercado de crédito, com forte retração do setor privado, porém, houve grande atuação anticíclica dos bancos públicos para sustentar o crédito e prover liquidez. Com isso, foram atenuados os efeitos da crise sobre a atividade econômica como um todo.

Palavras-chave: Crise Financeira. Sistema Bancário. Instabilidade. Economia Brasileira. Minsky.

ABSTRACT

This paper aims to analyse the impacts of the 2008 financial crisis on the Brazilian banking system through a Minskyan perspective, that is, considering the crisis as a result of the normal functioning of the capitalist economy, and seeks to understand how the internal and normal functioning of the capitalist system contributed to the development and outbreak of the crisis, also how it has spreaded to the Brazilian economy. The most important factors of Minsky's theoretical framework are presented, such as Minsky's debt taxonomy, which explains the role of debt in the capitalist financial structure, the Financial Instability Hypothesis, showing the intrinsic factors of the functioning of the economy that lead to instability and how these factors lead to financial and economic crisis. From this theoretical framework, the functioning of the banking system within the capitalist economy and the role of the central bank are presented. Next, it's analysed how these factors explained by Minsky contributed, in fact, to the outbreak of the 2008 financial crisis and how they unfolded in the post-crisis period. The effects of the spread of the crisis and the impacts on the Brazilian economy and banking system are analyzed, focusing mainly on the credit market. It is concluded that the impact of the 2008 financial crisis on the Brazilian banking system occurred mainly in the credit market, with a strong retraction of the private sector. However, there was a strong countercyclical action by public banks to support credit and provide liquidity. As a result, the effects of the crisis on economic activity as a whole were attenuated.

Keywords: Financial Crisis. Banking System. Instability. Brazilian Economy. Minsky.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – TRANCHES DOS CONTRATOS DE HIPOTECA.....34

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – ÍNDICE DE PREÇOS DE RESIDÊNCIAS CASE-SHILLER E NÚMERO DE CASAS VENDIDAS.....	36
GRÁFICO 2 – FALÊNCIA DE BANCOS NOS ESTADOS UNIDOS (2001-2019).....	40
GRÁFICO 3 – PREÇOS DE COMMODITIES E TAXA DE CÂMBIO.....	44
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DO CRÉDITO BANCÁRIO NO BRASIL.....	49
GRÁFICO 5 – COMPOSIÇÃO DO SALDO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR CONTROLE DE CAPITAL BRASIL - JANEIRO DE 2008 A DEZEMBRO DE 2013 (EM %)......	53
GRÁFICO 6 – RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO DOS BANCOS BRASILEIROS (EM R\$ BILHÕES).....	55

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – PERDAS ANUNCIADAS COM A CRISE DO SUBPRIME (EM US\$ BILHÕES).....	39
TABELA 2 – SALDO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR CONTROLE DE CAPITAL – BRASIL – JANEIRO DE 2008 A DEZEMBRO DE 2013.....	48

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

ACC	- Adiantamento de Contrato de Câmbio
ARM	- <i>Adjustable-Rate Mortgage</i>
BB	- Banco do Brasil
BCB	- Banco Central do Brasil
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEF	- Caixa Econômica Federal
CDS	- <i>Credit Default Swaps</i>
CDO	- <i>Collateralized Debt Obligation</i>
COPOM	- Comitê de Política Monetária
DPGE	- Depósito a Prazo Com Garantia Especial
FGC	- Fundo Garantidor de Crédito
HIF	- Hipótese da Instabilidade Financeira
O&D	- Originação e Distribuição
PAC	- Programa de Aceleração do Crescimento
PIB	- Produto Interno Bruto
PIMCO	- Pacific Investment Management Company
PASS	- O Programa de Apoio ao Setor Sucroalcooleiro
PROCAP	- Programa de Capitalização de Cooperativas de Produção
PROCER	- Programa de Crédito Especial Rural
SBS	- <i>Shadow Banking System</i>
TARP	- <i>Troubled Asset Relief Program</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 OBJETIVOS.....	14
1.1.1 Objetivo Geral.....	14
1.1.2 Objetivos Específicos.....	14
1.2 ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	15
2 CRISES FINANCEIRAS.....	16
3 A INSTABILIDADE DO SISTEMA CAPITALISTA.....	18
3.1 TAXONOMIA DA DÍVIDA DE MINSKY.....	18
3.2 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA.....	21
3.3 ESTABILIDADE DESESTABILIZADORA.....	22
3.4 O SISTEMA BANCÁRIO NA ECONOMIA CAPITALISTA.....	25
3.5 O PAPEL DO BANCO CENTRAL.....	29
4 CRISE FINANCEIRA DE 2008.....	32
5 IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NO BRASIL.....	42
6 IMPACTO DA CRISE NO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO.....	46
7 ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO.....	54
8 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	57

1 INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 foi a maior crise econômica desde 1930. Com origem no mercado imobiliário dos Estados Unidos, a crise propagou-se globalmente através dos mercados financeiros e interbancários internacionais. Ocorreu principalmente devido ao alto grau de interconexão e interligação desses mercados, característica financeira essencial do capitalismo. A economia brasileira também foi atingida pela crise através desses canais, havendo repercussões relevantes na economia em geral e no sistema bancário brasileiro.

As crises econômicas são questão recorrente e persistente na economia. Porém, para a economia neoclássica, não podem ser resultado do funcionamento interno da economia (MINSKY, 1986).

Minsky, por outro lado, considera que as crises e recessões fazem parte do funcionamento normal interno da economia capitalista, que a instabilidade é intrínseca a esse sistema, pois o capitalismo é inerentemente falho (KEEN, 2017).

Dessa forma, este trabalho propõe-se a examinar os impactos da crise financeira de 2008 no sistema bancário brasileiro através de uma perspectiva Minskyana, isto é, considerando a crise como resultado do funcionamento normal da economia capitalista. No item 2, são apresentadas brevemente definições e conceitos de crises financeiras típicas.

O item 3 traz o arcabouço teórico de Minsky. Inicialmente, na seção da taxonomia da dívida de Minsky, é apresentado o papel do endividamento na instabilidade da economia. Em seguida, é exposta a hipótese da instabilidade financeira de Minsky. Na seção seguinte, é denotada a ideia de a estabilidade levar à instabilidade, devido à estrutura financeira do capitalismo. Nas seções seguintes, são apresentados o funcionamento do sistema bancário dentro da economia capitalista e o papel do Banco Central como fornecedor de empréstimos em última instância e como controlador da economia.

No item 4, são descritos os processos e acontecimentos para o surgimento e o desenrolar da crise financeira de 2008. No item seguinte, é denotado o impacto da crise financeira na economia brasileira e, na sequência, o impacto sobre o sistema bancário brasileiro, analisando principalmente o reflexo sobre o mercado de crédito

brasileiro e distinguindo a atuação dos bancos públicos e privados. Posteriormente, é discutida a atuação do Banco Central Brasileiro no período imediato após a crise.

1.1 OBJETIVOS

Os objetivos deste trabalho são examinar os indicativos da economia brasileira e do sistema bancário brasileiro no período posterior à eclosão da crise financeira de 2008 nos Estados Unidos e buscar compreender como o funcionamento interno e intrínseco ao sistema capitalista contribuiu para a gestação, o desenvolvimento e a eclosão e da crise, bem como sua propagação para a economia brasileira.

1.1.1 Objetivo Geral

Examinar o impacto da crise financeira de 2008 sobre o sistema bancário brasileiro, focando, principalmente, no mercado de crédito e distinguindo a atuação dos bancos públicos e privados.

1.1.2 Objetivos específicos

- Apresentar o arcabouço teórico de Minsky.
- Descrever os acontecimentos que levaram à eclosão da crise de 2008.
- Apresentar os impactos sobre a economia brasileira e o sistema bancário.
- Analisar a atuação dos bancos públicos e privados no mercado de crédito.

1.2 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A metodologia de análise consistirá em uma investigação acerca da teoria de Minsky, buscando definir e compreender os elementos chave que contribuem para o acontecimento de uma crise dentro da economia capitalista. E, também, os elementos e acontecimentos que ocorrem após o desencadeamento da crise. A partir desse arcabouço, analisar como esses elementos explicitados por Minsky contribuíram, de fato, para a eclosão da crise financeira de 2008 e como se desenrolaram no período posterior à crise.

2 CRISES FINANCEIRAS

As crises financeiras são uma questão persistente na economia. Raymond Goldsmith (1982, apud Kindleberger, 1978) define Crise Financeira como: “uma aguda, breve, ultra cíclica deterioração de todos ou da maioria dos indicadores financeiros – taxas de juros de curto prazo, preços de ativos (ações, imóveis, terras), insolvência comercial ou falência de instituições financeiras.”

Para Charles P. Kindleberger (1978), uma crise típica apresenta alguns aspectos gerais, como um “desordenamento” que gera um objeto (asset) de especulação e, então, ocorre uma expansão do crédito que amplia essa especulação. Esse cenário causa uma euforia no mercado e cria uma bolha (movimento ascendente de preços numa série ampliada que depois implode) e, por fim, ocorre o *crash* (uma bolha negativa ampliada).

No modelo de Hyman Minsky (Kindleberger, 1978), a crise se inicia com o desordenamento, um choque que altera as expectativas e as oportunidades de lucro. Pode ser exógeno como uma guerra, uma mudança política, ou endógeno, por exemplo, com choques monetários e financeiros. Se o desordenamento for grande e pungente, poderá apresentar uma oportunidade de antecipar lucros em pelo menos um setor da economia.

Em sua interpretação de Keynes, Minsky (2011) considera que na análise Keynesiana está implícita a ideia de que a economia capitalista é basicamente falha. A falha consiste no fato de que, para o sistema financeiro garantir a vitalidade e o vigor capitalista, permite-se que haja uma expansão descontrolada, impelida por um *boom* de investimento. Portanto, a expansão monetária é mais sistemática e endógena do que casual e exógena. Dessa forma, a oportunidade de antecipar lucros em algum setor da economia gera especulação, que é acelerada e alimentada por uma expansão de crédito bancário que, por seu turno, aumenta a oferta total de dinheiro e gera um *boom* na economia.

Segundo Kindleberger (1978), nesse modelo, o desordenamento, a euforia e as dificuldades financeiras talvez sejam seguidos de pânico que, por sua vez, pode ser sucedido pelo *crash*. Há um intervalo entre o final da euforia e o *crash* ou pânico. Ele utiliza algumas palavras para descrever esse intervalo: agitação; tensão; aperto; pressão; incerteza; condições nefastas; fragilidade. O final de um período de elevação

de preços e dos lucros implícitos a eles leva a dificuldades financeiras. Podem ser dificuldades comerciais, quando há um declínio acentuado nos preços e na atividade comercial e falência de muitas empresas comerciais e industriais. Dificuldades financeiras para uma única empresa que teve seus lucros reduzidos o suficiente para impossibilitar o pagamento dos juros e do principal de suas dívidas. Ou dificuldades financeiras para uma economia. É certamente difícil, talvez impossível, reconhecer com antecedência a diferença entre uma pausa na elevação contínua dos preços e a chegada ao seu ponto mais alto, que agoura a recessão. As dificuldades podem ser maiores se ocorrerem após um período de expansão do crédito.

3 A INSTABILIDADE DO SISTEMA CAPITALISTA

Para os economistas neoclássicos, uma economia com mercado descentralizado alcançará coerência e equilíbrio na produção e distribuição de bens e serviços. Qualquer desvio do equilíbrio de pleno emprego tem de ser explicado por choques; para grandes desvios, como a Grande Depressão de 1930, explicados por grandes choques. Na síntese neoclássica, o acontecimento de uma séria depressão na economia não pode ser resultado do funcionamento interno da economia.

Portanto, sempre que a economia performa de maneira não satisfatória, a responsabilidade é de choques exógenos. Logo, as recessões, depressões e crises são vistas como anomalias no funcionamento do sistema capitalista. Tais acontecimentos na economia são explicados por fatores externos, como instituições imperfeitas, erros de julgamento humano, intervenções na economia, feitas pelo Banco Central ou pelo Governo (com frequência, o governo e o sistema monetário são utilizados como bode expiatório), sindicatos, empresas com poder de mercado, cartéis, etc. (MINSKY, 1986).

3.1 TAXONOMIA DA DÍVIDA DE MINSKY

Minsky, por outro lado, considera que as crises e recessões fazem parte do funcionamento normal interno da economia capitalista, que a instabilidade é intrínseca a esse sistema, pois o capitalismo é inerentemente falho (KEEN, 2017).

Uma das características fundamentais da nossa economia é que a propriedade dos ativos de capitais é, normalmente, adquirida através de dívida, e as dívidas, obviamente, implicam o pagamento de obrigações. No curto prazo, frequentemente, o pagamento de obrigações das dívidas é maior que a receita operacional da maioria das instituições financeiras e não financeiras. Mesmo que essas unidades tenham expectativa de receber receitas através da venda de produção ou de ativos, muitas vezes, as empresas têm de recorrer a novos empréstimos.

Existem três maneiras distintas, no que diz respeito à relação rendimento-dívida, pelas quais as unidades econômicas podem se financiar: financiamento com proteção (*hedge*), financiamento especulativo e financiamento Ponzi (MINSKY, 1992).

Esses três tipos de financiamento compõem a estrutura de débito da economia. Minsky (1982) dá bastante ênfase ao papel das estruturas de débito como causa das dificuldades financeiras na economia, em especial, as dívidas adquiridas para financiar a aquisição de ativos especulativos. A estabilidade de uma economia depende do peso de cada tipo de financiamento na composição de sua estrutura financeira. Serão detalhados, na sequência, os três tipos de financiamento.

Empresas que adotam o financiamento com proteção (*hedge*) são aquelas que conseguem realizar o pagamento de todas as suas obrigações contratuais, incluindo o principal da dívida, com o fluxo de caixa. Ou seja, a empresa toma emprestado com base em um fluxo de caixa relativamente garantido. Quanto maior o peso de financiamento com capital próprio no passivo, maior a probabilidade de a empresa ser uma unidade *hedge*. Para essas unidades, espera-se que a participação da receita no fluxo de caixa seja maior que a participação dos pagamentos que foram acordados na contratação da dívida em todos os períodos. Para uma unidade financiada com proteção, o valor capitalizado das entradas é maior do que o valor capitalizado das obrigações para qualquer taxa de juros.

A solvência de uma unidade financiada com proteção é estabelecida quando o valor de seus ativos é maior que o valor das dívidas, e não é, portanto, afetada por mudanças na taxa de juros. Dessa forma, a insolvência de uma empresa com financiamento *hedge* não pode ser resultado de um aumento da taxa de juros. Em verdade, uma unidade financiada com proteção não é suscetível a choques provenientes do mercado financeiro. A única forma de ir à falência, neste caso, é se suas receitas ficarem aquém dos seus custos e obrigações.

Já as unidades que utilizam o financiamento especulativo conseguem pagar as obrigações com a “conta de receita” do passivo, apesar de não conseguirem pagar o principal da dívida com o fluxo de caixa. Essas unidades têm de “rolar” a dívida, ou seja, emitir novas dívidas para honrar as que estão vencendo. Isso ocorre porque as empresas que adotam essa posição de financiamento têm, em geral, acesso a linhas e mercados de crédito e as utilizam para honrar os pagamentos. A especulação consiste, então, na condição de haver refinanciamento disponível quando necessário. Nesse tipo de financiamento, considerando o fluxo de caixa total, a receita é maior que os pagamentos do saldo devedor. Porém, em alguns períodos, o pagamento das

obrigações da dívida é maior do que o fluxo de caixa da receita. Esses períodos de déficit ocorrem porque a empresa se envolveu em um financiamento de curto prazo.

No curto prazo, o pagamento do principal da dívida é maior que o retorno das obrigações de ativos de capital. Portanto, uma unidade com financiamento especulativo tem déficits no curto prazo e superávits no longo prazo. Sobretudo, o financiamento especulativo é o financiamento de uma posição longa em ativos através de passivos de curto prazo. Logo, para honrar os pagamentos das obrigações, a empresa tem de se endividar ou reduzir os saldos de caixa. No caso do endividamento, as condições financeiras no momento do empréstimo podem afetar a margem entre a receita e as obrigações.

Nas unidades que adotam o terceiro tipo, o financiamento Ponzi, o fluxo de caixa não é suficiente para honrar o principal nem os juros da dívida, devido a dívidas em aberto do fluxo de caixa operacional. O financiamento Ponzi é caracterizado como um financiamento no qual o valor dos juros dos empréstimos supera o rendimento dos ativos em alguns, senão em todos, os períodos.

Para honrar os pagamentos, as unidades podem vender ativos ou refinarciar a dívida, o que reduz o capital próprio da empresa e aumenta significativamente o endividamento de curto prazo, uma vez que a dívida aumenta mesmo sem aquisição de novos ativos. Ou seja, tanto com o financiamento Ponzi quanto com o financiamento especulativo, as unidades só podem honrar os pagamentos de juros por meio de novos empréstimos ou da cessão de ativos.

A quantidade que precisa ser emprestada para honrar o pagamento de um financiamento especulativo é menor do que a necessária para o financiamento Ponzi. A empresa que adota esse financiamento espera que o valor presente dos recebimentos menos os pagamentos, nos períodos futuros, compense o déficit nos períodos iniciais. A taxa de juros e as expectativas futuras de fluxo de caixa afetam o valor presente líquido de uma unidade que emprega o financiamento Ponzi.

Uma economia em que o financiamento *hedge* é predominante pode muito bem funcionar como um sistema que alcança e mantém o equilíbrio e a estabilidade. Por outro lado, quanto maior o peso dos financiamentos especulativo e Ponzi, maior a possibilidade de a economia funcionar como um sistema amplificador de desvios em relação ao equilíbrio, ou seja, maior a instabilidade.

3.2 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

Como a instabilidade financeira é um aspecto importante dos ciclos de negócio históricos, para entender por que a economia é intermitentemente instável, é preciso explicar a instabilidade financeira. A Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky é uma teoria sobre o impacto da dívida no comportamento do sistema capitalista, e também considera de que maneira são validadas (liquidadas) as dívidas (MINSKY, 1992).

As proposições fundamentais da hipótese são: a) os mecanismos do mercado capitalista não conseguem gerar um equilíbrio de pleno emprego estável; e b) os ciclos de negócio são consequência de características financeiras essenciais do capitalismo (MINSKY, 1986).

A HIF apresenta um modelo de economia capitalista que não depende de choques exógenos para gerar ciclos de negócios de diferentes gravidades. Um aspecto empírico facilmente observado é que, de tempos em tempos, ocorrem, na economia capitalista, recessões, depressões e crises. O argumento teórico inicial é que uma economia capitalista é caracterizada pela existência de ativos de capital caros e um complexo e sofisticado sistema financeiro.

A questão central da economia passa a ser o desenvolvimento de capital, de que forma a acumulação de capital ocorre em uma economia capitalista que se move através do tempo. Outra característica essencial da economia capitalista é que o desenvolvimento de capital é conduzido pelo endividamento corporativo, ou seja, por um processo de troca de dinheiro no presente por dinheiro no futuro. O dinheiro no presente financia os recursos da produção de investimento, e o dinheiro futuro é o lucro que as empresas proprietárias de ativos de capital visam acumular.

Sendo assim, o nível de lucro é a determinante chave do comportamento no sistema capitalista; são as expectativas de lucro que determinam o fluxo de financiamento para as empresas e o preço de mercado dos financiamentos existentes. As expectativas de lucro, por sua vez, dependem do investimento no futuro, isto é, as empresas investem no presente porque os empresários e os bancos esperam que o investimento no futuro seja alto o bastante, de modo a garantir que os fluxos de caixa futuros sejam suficientes para pagar ou, pelo menos, refinar as dívidas emitidas no presente. Logo, é o nível de investimento no futuro que determinará os lucros

realizados e, conseqüentemente, se os pagamentos dos compromissos prévios serão honrados.

Da mesma forma, o investimento no presente determina os fluxos de caixa disponíveis para honrar os contratos de financiamentos acordados no passado. Além disso, a existência de um sistema financeiro complexo amplifica a quantidade e a extensão das relações de dinheiro no presente e dinheiro no futuro.

O primeiro teorema da hipótese da instabilidade financeira é que a economia tem modos de financiamento sob os quais ela é estável, e modos de financiamento sob os quais é instável. O segundo teorema da HIF é que, após um período prolongado de prosperidade, a economia se desloca de relações financeiras que contribuem para a estabilidade do sistema para relações financeiras que contribuem para a instabilidade do sistema. Nomeadamente, *hedge* é o modo de financiamento que contribui para a estabilidade da economia, e os financiamentos especulativo e Ponzi contribuem para a instabilidade do sistema. Após um período considerável de prosperidade na economia, a economia se desloca do financiamento *hedge* para os financiamentos especulativos e Ponzi. A estabilidade leva à instabilidade.

3.3 ESTABILIDADE DESESTABILIZADORA

Como já foi dito, os lucros têm papel chave no funcionamento do sistema capitalista. Em uma economia capitalista, as empresas são motivadas e recompensadas pelos lucros, é deles a função de validar o passado e conduzir o futuro. Ou seja, a renda dos ativos recebida no presente pelos proprietários de capital valida os investimentos realizados no passado. Da mesma forma, espera-se que os lucros futuros validem o investimento e as decisões de financiamento do presente.

Dessa forma, o investimento é a variável que determina o rumo de uma economia capitalista. Isso ocorre porque a decisão de investimento tomada pelas unidades econômicas é uma decisão de portfólio. Como essas decisões envolvem tempo, há incertezas. As firmas têm de tomar posições em um mundo incerto. Um aspecto importante da decisão de portfólio é a determinação de quais ativos a unidade financeira deve manter, financiar ou adquirir. Além disso, a empresa tem de decidir como financiar sua posição nesses ativos.

“(…) A decisão especulativa fundamental de uma empresa é como financiar o controle sobre seus necessários ativos de capital: quanto por recursos próprios da empresa e quanto por recursos emprestados” (MINSKY, 2011).

Uma empresa pode financiar seus investimentos com seu caixa e/ou ativos financeiros disponíveis, com recursos próprios (lucros após impostos e dividendos) ou com financiamento externo. O portfólio de uma empresa e o modo de financiamento desse portfólio refletem as expectativas da empresa em relação ao funcionamento da economia no futuro (MINSKY, 1982).

Em um período de incerteza, as empresas ajustarão seus portfólios para que contenham ativos mais seguros, preferencialmente que tenham proteção contra grandes reduções nos valores nominais, e evitarão ativos cujo valor nominal depende da performance da economia.

Por outro lado, quando a economia vai bem, o aumento dos lucros e do investimento confirma as expectativas, valida as dívidas e justifica o endividamento das empresas no período anterior. Após um período de prosperidade, no qual as dívidas e as expectativas são constantemente validadas, a economia entra em um período de euforia. Uma economia eufórica é caracterizada por Minsky como: “guiada pela crença de que o futuro promete expansão perpétua” (MINSKY, 1982).

Portanto, durante o período eufórico, as expectativas e estimativas de lucro calculam que haverá uma expansão contínua, há redução da incerteza acerca do comportamento futuro da economia e, conseqüentemente, há um *boom* de investimentos, com expansão de crédito e especulação. Conforme perdura o bom momento da economia, as dívidas são facilmente pagas devido ao alto nível de investimento no presente, as empresas que se endividaram prosperam e consideram que compensou endividar-se, o que estimula ainda mais investimentos.

Como resultado, nas próximas negociações de financiamento entre os credores e os tomadores de empréstimo, a quantidade aceitável de dívida no financiamento aumenta e os agentes julgam que as margens de segurança associadas anteriormente ao endividamento foram superestimadas. São feitos investimentos mais arriscados, pois as empresas estão mais dispostas a se endividar. Do outro lado da mesa, os bancos estão mais dispostos a aceitar maiores riscos ao conceder financiamento. Muitas vezes, aceitam riscos que seriam recusados em conjunturas mais sóbrias. A estrutura financeira das empresas se altera, há um aumento das

dívidas de curto prazo e uma redução de caixa na carteira das empresas. Dessa forma, a proporção das unidades com os diferentes tipos de financiamento se altera na economia, com aumento do peso dos financiamentos especulativo e Ponzi e redução do peso dos financiamentos *hedge*.

Além disso, com o aumento do peso dos financiamentos especulativo e Ponzi, o crescimento da demanda por financiamento eleva a taxa de juros do mercado. “Seja porque o Banco Central tenta restringir o financiamento disponível através dos bancos ou porque o ritmo da demanda por financiamento ultrapassa a disponibilidade de financiamento, o aumento do investimento no “*pipeline*” levará a um aumento nas taxas de juros” (MINSKY, 1982).

Essa alta da taxa de juros reduz o valor de mercado das dívidas de longo prazo e eleva o custo do crédito utilizado para financiar posições no mercado acionário. Como também há redução da margem entre o valor presente dos ativos e o preço do investimento, essa margem é um importante indutor de investimento, pois sempre que o valor do ativo de capital for maior do que o custo de investimento, há um ganho implícito de capital no momento da realização do investimento. Se o aumento da taxa de juros for alto o suficiente, pode ocorrer, ainda, uma “inversão” da margem, situação na qual o valor dos ativos de capital é menor do que o preço de oferta de investimentos.

Nessa situação, as margens de segurança que tornam viável o financiamento de um investimento se reduzem significativamente ou são, até, eliminadas. Tudo isso faz com que as empresas reduzam o nível de investimento e/ou vendam suas posições. A redução do nível de investimentos agora faz com que os investimentos do passado eufórico não sejam validados, e acumulem perdas. Ao perceber que o nível de investimento no presente não é suficiente para garantir a validação de suas obrigações das dívidas do passado, as firmas buscam refinarçar, agora com piores condições, ou sair de suas posições. Isso faz com que os preços caiam e há uma corrida pela liquidez, que também é alimentada pela instabilidade do próprio sistema de crédito devido à queda dos preços. Ocorre, então, um colapso de crédito (*debt deflation*).

O colapso de crédito gera uma crise financeira porque as firmas demandam mais dinheiro do que está disponível no mercado. Ademais, a partir do momento em que a redução de investimento e a venda de posições torna-se o movimento

predominante do mercado, a economia entra em uma espiral recessiva, com investimento, lucros e preço de ativos todos decrescentes, que resultam em crise econômica.

Além disso, conforme ocorreu no estopim da crise de 2008, devido ao grande entrelaçamento das instituições financeiras, o colapso de crédito pode gerar um efeito cascata: a falência de um prestador pode quebrar seus credores que, por sua vez, não honram suas próprias dívidas e assim por diante.

“O aumento na taxa de juros e as restrições impostas aos empréstimos seguidos por uma reavaliação são como uma profecia autorrealizável na medida em que induzem mudanças que aumentam ainda mais os custos de financiamento” (MINSKY, 1986)

Em conclusão, a instabilidade da economia se deve à estrutura financeira capitalista. Principalmente devido ao fato de que as relações de investimento e os tipos de financiamento externo (através de dívida) aumentam a fragilidade e a instabilidade do sistema econômico e financeiro. Mesmo os períodos de tranquilidade levam a uma expansão e conseqüente *boom*. O *boom* é interrompido sempre que a taxa de juros sobe o suficiente para inverter a margem entre o valor dos ativos de capital e o custo de investimento. Essa interrupção pode ou não se transformar em uma crise dependendo de outros fatores, como a atuação do Banco Central e a participação do governo na economia.

3.4 O SISTEMA BANCÁRIO NA ECONOMIA CAPITALISTA

Já foi visto que uma característica importante da economia capitalista é o financiamento da atividade econômica através da emissão de dívida. Dessa forma, o mecanismo de criação e quitação das dívidas é muito importante para o sistema monetário. Esse mecanismo é realizado pelos bancos, que criam dinheiro quando emprestam para os agentes, e o dinheiro é destruído quando os agentes honram suas obrigações com os bancos. Tal mecanismo não é possível de ser entendido utilizando a teoria econômica tradicional.

“A falha lógica da economia tradicional é que ela não é capaz de assimilar os tipos de ativos de capital e tipos de dinheiro que temos, que são criados pelos bancos à medida que financiam a produção e propriedade de ativos de capital” (MINSKY, 1982).

Os bancos, portanto, têm grande atribuição no financiamento da economia capitalista. São eles os responsáveis por grande parte da oferta de fundos para financiamento. Minsky (1982) considera que as alterações no sistema monetário não são a causa do comportamento da economia, e sim o resultado destas. Os bancos financiam as atividades econômicas com o único objetivo de ter lucro. O lucro é obtido quando os ativos do banco rendem mais do que o custo para obter fundos.

Os bancos possuem três tipos básicos de passivo visíveis: depósitos à vista, dívidas de longo prazo e ações societárias. Outros passivos não visíveis dos bancos são letras de crédito, linhas de crédito, entre outras obrigações com seus clientes. Já os ativos visíveis do banco são dinheiro, empréstimos e títulos. Os ativos que geram renda para os bancos são justamente empréstimos e investimentos. Contudo, os empréstimos não são livres de risco para os bancos. Diferentemente dos riscos do tomador de empréstimos que não aparecem nos contratos assinados, o risco do credor aparece nos contratos assinados através da taxa de juros, prazo e garantias exigidas.

Portanto, os bancos buscam estruturar seus contratos de empréstimos de forma que os tomadores consigam pagar suas obrigações. Um contrato é bem-sucedido quando o emprestador utiliza os recursos emprestados para obter um retorno maior que o suficiente para pagar as obrigações do empréstimo. Esses contratos são importantes para o sistema monetário, cuja estabilidade só é possível enquanto os lucros permitem que as empresas que tomaram empréstimo cumpram suas obrigações com os bancos.

Na visão dos bancos, quando o contrato é estruturado de forma que o tomador de empréstimo cumpra suas obrigações com fluxo de caixa relativamente garantido, tanto o tomador quanto os bancos estão em uma situação de financiamento *hedge*. No caso em que o pagamento da dívida não está associado a um fluxo de caixa garantido ou específico, mas sim associado à uma rentabilidade geral da empresa, caracteriza-se como um financiamento especulativo. A viabilidade do financiamento

especulativo depende do nível de lucros e do bom funcionamento do mercado financeiro para o caso de necessidade de negociar a dívida.

Os bancos estruturam de maneiras diferentes os empréstimos *hedge* e especulativo, porém o risco do prestador não deixa de ser uma avaliação subjetiva, afinal, a definição das taxas do empréstimo pode ou não seguir um “consenso de mercado” para empréstimos com a mesma classificação, bem como o “consenso de mercado” pode ser alterado de acordo com as oscilações do ciclo econômico.

Além disso, caso os lucros realizados sejam menores do que o esperado, ou haja um aumento da taxa de juros acima do antecipado para permitir o rolamento da dívida, um financiamento especulativo pode se tornar um financiamento Ponzi. O aumento do peso do financiamento Ponzi, como já foi dito, eleva a fragilidade da estrutura financeira. A robustez da estrutura financeira e a estabilidade cíclica da economia, portanto, dependem dos empréstimos feitos pelos bancos. Se os bancos orientam seus empréstimos pelos fluxos de caixa do tomador, contribuem para a robustez do sistema financeiro; ao contrário, quando estão orientados pelo valor esperado dos ativos, contribuem para a fragilidade do sistema financeiro.

Como os empréstimos financeiros, se honrados pelo tomador, são lucrativos para os bancos, os bancos estão sempre buscando formas inovadoras de emprestar, seja para novos clientes ou adquirindo fundos de alguma maneira diferente para emprestar. A lucratividade do banco aumenta se o lucro líquido por ativo aumenta, ou caso aumente a proporção de ativos em relação ao investimento. O crescimento do lucro líquido por ativo é o que justifica a incessante busca pelo aumento do *spread* bancário. Essa busca faz com que os bancos considerem financiar ativos mais arriscados ou de longo prazo e também leva os bancos a desenvolverem instrumentos financeiros inovadores, novos tipos de papéis, títulos e derivativos.

A busca pelo crescimento do lucro líquido também é justificada pelo objetivo de aumentar o nível de lucro líquido por ação. Como o preço das ações está diretamente relacionado aos lucros líquidos por ação e parte da remuneração dos banqueiros modernos é composta por ações, a administração do banco tem incentivo suficiente para procurar constantemente o aumento da taxa de lucro. O risco dos bancos depende do seu conjunto de ativos, obrigações e alavancagem, ou seja, da composição do seu balanço patrimonial.

Se a administração do banco puder acelerar a taxa de crescimento dos lucros aumentando a alavancagem, sem reduzir a percepção de segurança e a segurança dos rendimentos dos bancos, então o preço das ações aumentará porque os lucros e a taxa de capitalização sobre lucros, que refletem as expectativas de crescimento, aumentam (MINSKY, 1986).

Os incentivos dos administradores dos bancos e dos próprios bancos em uma economia capitalista levam, portanto, a uma busca por crescimento, que estimula os bancos a arriscar-se mais, o que, por sua vez, reduz as margens de segurança e aumenta a instabilidade da economia.

Além disso, os novos instrumentos financeiros e as novas formas de financiar a atividade econômica, criados durante o período de crescimento, podem ter falhas que, normalmente, só aparecem durante o período do “*crunch*”. Portanto, para que os reguladores tenham sucesso em conter os efeitos geradores de instabilidade da atividade bancária, é necessário que controlem e guiem a evolução das práticas e usos das atividades financeiras.

“Em um mundo de empresários e intermediários financeiros que buscam agressivamente lucro, os inovadores sempre ultrapassarão (*outpace*) os reguladores; as autoridades não podem impedir que mudanças na estrutura das carteiras ocorram” (MINSKY, 1986).

Os “produtos estruturados” e os derivativos de crédito foram inovações significativas para o desencadeamento da crise de 2008. No período de *boom* anterior à crise, essas inovações foram viabilizadas e realizadas em volumes altíssimos graças ao processo de securitização das dívidas, seguindo modelos do tipo Originação e Distribuição (O&D). Isso permitiu que os bancos retirassem os riscos de crédito de seus balanços a fim de alavancar suas operações. O processo será detalhado no item 4.

Outro fator que faz com que os bancos tomem mais riscos é a falta de supervisão. Em um sistema bancário onde os bancos pudessem falir e suas falências impusessem prejuízos aos clientes, depositantes, acionistas e usuários em geral dos serviços bancários, esses agentes, devido à possibilidade de terem prejuízos, serviriam como uma espécie de supervisão privada. Contudo, a atuação dos Bancos Centrais e de outras instituições que garantem, em caso de falência do banco, a proteção dos valores não acionários dos bancos, faz com que a supervisão privada seja desnecessária.

Com grande parte dos riscos sendo absorvidos pelo Banco Central e a consequente atenuação da supervisão, aumenta a importância da inspeção bancária (*Bank Examination*). Minsky, porém, a considera altamente ineficiente, e os examinadores sem poder credível.

A inspeção bancária é amplamente superficial – uma esfera de contadores que procuram por procedimentos adequados, documentos e fraudes óbvias – em vez de uma investigação da viabilidade econômica e da exposição a riscos de organizações bancárias (MINSKY, 1986).

Outro problema dos examinadores é a falta de poder de deliberação perante os grandes bancos.

Em conclusão, a característica da atividade bancária de gerar instabilidade não deveria provocar estranheza. Assim como os demais fatores que causam instabilidade na economia são próprios da economia capitalista, os fatores da atividade bancária que criam instabilidade são intrínsecos ao funcionamento dos bancos. Afinal, a especialidade dos bancos é prover financiamento de curto prazo para os demais agentes da economia. Sua lucratividade depende, portanto, do endividamento das empresas, famílias e governo. Os bancos “são comerciantes de dívidas” (MINSKY, 1986).

3.5 O PAPEL DO BANCO CENTRAL

Um Banco Central tradicional possui algumas funções típicas, como emissor de papel moeda, controlador da liquidez da economia, banqueiro dos bancos, regulador do sistema financeiro e depositário de reservas internacionais do país.

A visão tradicional de que o Banco Central tem a função de controlador da liquidez da economia leva a crer que o BC, através do gerenciamento da base monetária, consegue controlar, de fato, a quantidade de depósitos à vista e empréstimos bancários. Porém, a busca por lucro dos bancos e dos intermediários financeiros faz com que a taxa de crescimento do sistema financeiro seja diferente da desejada pelo Banco Central.

“Porque bancos têm a capacidade de criação de depósitos – se isto lhes for atraente ou lucrativo – estas instituições podem afetar substantivamente a operação da economia e a eficiência da política econômica” (CARVALHO, 2007).

Também, como já foi dito, a inovação bancária ultrapassa o controle do Banco Central.

“Neste jogo, as autoridades impõem taxas de juros e regulamento de reserva, e operam em mercados monetários para obter o que eles consideram a quantidade correta de dinheiro, e os bancos inventam e inovam para contornar as autoridades” (MINSKY, 1986).

Em uma economia capitalista, afora funções operacionais, o Banco Central possui dois papéis: é, ao mesmo tempo, fornecedor de empréstimos em última instância e controlador da economia. Na sua primeira atribuição, tem como objetivo evitar instabilidades financeiras que levem à falência de instituições financeiras, e como controlador da economia, tem como objetivo levar a economia ao crescimento de pleno emprego com nível de preços estáveis.

Quando o Banco Central é forçado a agir como fornecedor de empréstimos em última instância é porque alguma instituição financeira perdeu a capacidade de obter financiamento comercialmente. O Banco Central, então, concede liquidez a essas instituições em dificuldade. Caso seja um banco, aumenta a reserva bancária da unidade. Dessa forma, o Banco Central impõe limites aos riscos de inadimplência do banco em relação aos detentores dos passivos. Isso, de certa forma, valida os novos instrumentos e as inovações financeiras. Essas inovações e novos instrumentos, como exposto anteriormente, surgem durante o período de expansão, porém, suas falhas e pontos fracos só aparecem durante a crise.

Ao intervir para evitar que as falhas levem a uma queda geral no valor dos ativos, o Banco Central aceita os novos tipos de instrumentos em seu portfólio ou ratifica os novos arranjos de refinanciamento para as novas instituições e para o mercado. A validação das novas práticas feita pelo Banco Central faz com que tais práticas sejam utilizadas mais amplamente e os novos instrumentos financeiros tenham maior participação nas expansões seguintes.

Portanto, há um dilema na atuação do Banco Central como fornecedor de empréstimos em última instância, afinal, sua intervenção interrompe os desdobramentos da crise, valida os instrumentos que ajudaram a criar a instabilidade

e, ainda, encoraja sua utilização para os próximos ciclos de expansão. Ademais, o mercado, ao saber que está “protegido” por um fornecedor de empréstimos em último recurso, pode entrar em uma situação de “*moral hazard*”, ou seja, participar de práticas arriscadas sabendo que está protegido contra o risco e que outro agente arcará com os custos. Há ainda uma questão temporal, de quando intervir. Na crise de 2008, a intervenção do Federal Reserve só aconteceu após o colapso de crédito (*maiores detalhes sobre a atuação do Federal Reserve e do BCB serão apresentados mais à frente*).

“Depois que ocorre um crash é importante esperar tempo suficiente para as firmas insolventes falirem, mas não tanto para que a crise não se espalhe a empresas solventes que necessitem de liquidez” (KINDLEBERGER, 1978).

Além da questão temporal, há a necessidade de que a intervenção do fornecedor de empréstimo em última instância seja acompanhada por uma atuação do Banco Central para regular e guiar o desenvolvimento de práticas e instrumentos financeiros.

Se as ações de prestador em última instância não forem acompanhadas de regulamentos e reformas que restringem as práticas do mercado financeiro, a intervenção prepara o terreno para o financiamento de uma expansão inflacionária, uma vez que os “*animal spirits*” dos empresários e banqueiros se recuperaram do choque transitório da crise que forçou as atividades de prestador de último recurso em primeiro lugar (MINSKY, 1982).

4 CRISE FINANCEIRA DE 2008

Chamada de crise do *subprime*, a crise financeira de 2008 foi a pior crise econômica desde 1930. O mercado *subprime* consiste em empréstimos imobiliários que não se adequam à hipoteca “*prime*” e, portanto, possuem grandes chances de não serem totalmente pagos (KIFF & MILLS, 2007). Nesse mercado, é concedido crédito imobiliário a tomadores com histórico ruim de crédito e/ou renda insuficiente ou, ainda, sem renda, sem emprego ou qualquer ativo. Esses últimos foram denominados empréstimos NINJA, da expressão em inglês: *no income, no job or assets*.

Como já apresentado, os bancos, motivados pelo aumento do lucro, criam inovações financeiras que ultrapassam a regulação e, dessa forma, tornam as regulações obsoletas e aumentam a instabilidade do sistema.

Em um processo de afrouxamento do controle sobre as instituições e mercados financeiros, os bancos comerciais desenvolveram duas inovações financeiras, os produtos estruturados e os derivativos de crédito, e passaram a negociá-las em grandes volumes “nos opacos e desregulamentados mercados de balcão” (FARHI & PRATES, 2012).

Com isso, os bancos, ao criar e securitizar derivativos e produtos estruturados compostos por empréstimos *subprime*, além de retirar os riscos de crédito de seus balanços, ainda disseminavam os riscos em escala sistêmica. Porém, para que os bancos conseguissem fazer isso em volumes exorbitantes, como ocorreu, era necessário que houvesse outros agentes dispostos a assumir os riscos em troca dos retornos. Esses agentes fazem parte do chamado Sistema Bancário na Sombra – SBS (*Shadow Banking System*), termo utilizado pela primeira vez em 2007 por Paul McCulley, diretor executivo da PIMCO (Pacific Investment Management Company), uma das maiores firmas de investimento do mundo.

O então presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, em 2013, definiu SBS como:

Sistema Bancário na Sombra, como geralmente é definido, compreende um conjunto diversificado de instituições e mercados que, coletivamente, desempenham funções bancárias tradicionais – mas o fazem fora, ou de formas pouco vinculadas ao sistema tradicional de instituições depositárias regulamentadas. Exemplos de componentes importantes do Sistema Bancário na Sombra incluem entidades de securitização (*securitization vehicles*), canais de papéis comerciais lastreado em ativos, fundos do mercado monetário, mercados para acordos de recompra, bancos de investimento e empresas de hipoteca (BERNANKE, 2013).

Portanto, essas instituições financeiras do SBS agiram à margem da regulação assumindo os riscos de crédito dos bancos, que atuavam à frente da regulação, em troca de um retorno que na época parecia alto. Pelo lado dos bancos, permitiu-se que retirassem os riscos de crédito de seus balanços, aumentando assim a alavancagem com posturas tipicamente Especulativas e Ponzi, ou seja, além de elevar a fragilidade financeira da economia, aumentava o grau de entrelaçamento entre as instituições bancárias e não bancárias.

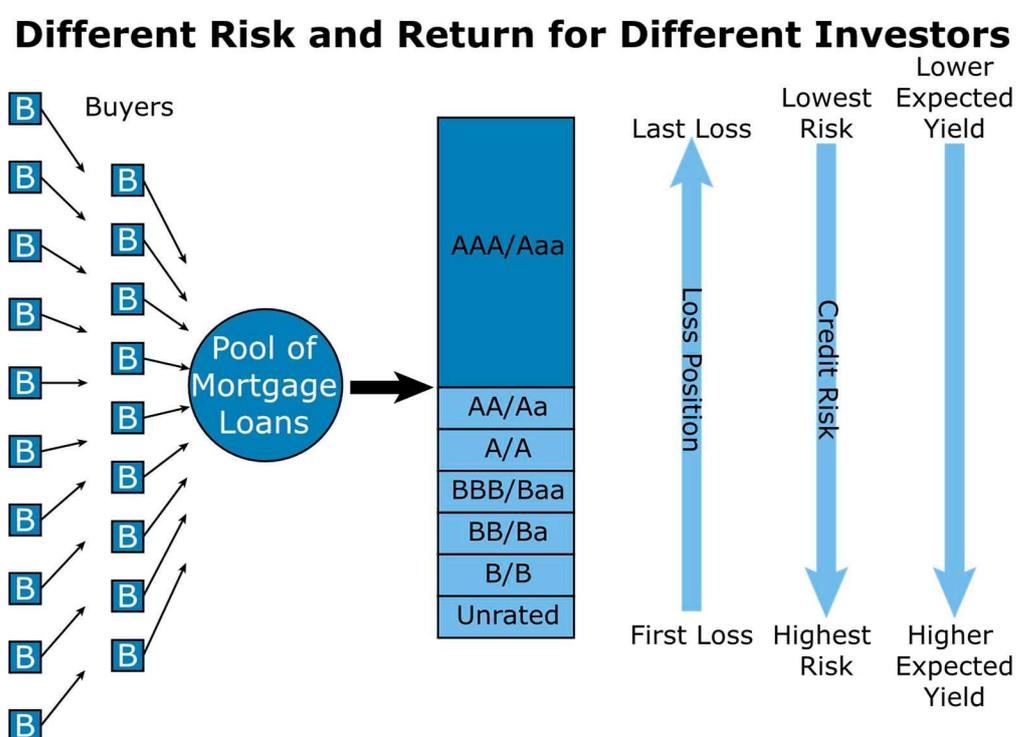
As instituições e os bancos americanos desenvolveram uma engenharia financeira altamente complexa para poder repassar os créditos securitizados para terceiros através do mercado de capitais.

A engenharia financeira ocorria da seguinte forma: inicialmente diferentes contratos de hipoteca eram transferidos para um único fundo de investimento, chamado de *mortgage pool*. Esse fundo, então, emitia cotas (*tranches*) de classes diferentes. Cada *tranche* possuía uma taxa de retorno proporcional ao seu risco: quanto maior o risco, maior o retorno. Essa combinação risco-retorno e o tamanho de cada *tranche* eram calculados com base nos modelos estatísticos das principais agências de risco do mundo, nomeadamente Standard and Poor's, Fitch e Moody's (TORRES, 2008).

“Em geral, tais modelos utilizavam informações sobre as taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimo concedido, estabelecendo, assim, estimativas de perdas com o provisionamento mínimo de capital” (BORÇA JR & TORRES, 2008).

A *tranche* com maior risco e maior taxa de remuneração era chamada de patrimônio líquido (*equity*), também conhecida como “lixo tóxico” (*toxic waste*) ou, ainda, como *unrated* conforme a Figura 1. Essa *tranche* assumia as primeiras perdas dos contratos de hipoteca, atrasos ou inadimplência dos pagamentos. Caso as perdas ultrapassassem os valores aportados como *equity*, eram assumidas pela próxima *tranche*, na ordem, a B; em seguida, caso excedessem os montantes da B, seriam assumidos pela BB e assim por diante até a *tranche* AAA.

FIGURA 1 – TRANCHES DOS CONTRATOS DE HIPOTECA.



FONTE: WIKIMEDIA COMMONS CONTRIBUTORS, 2015

A *tranche* AAA, portanto, possuía o menor risco e menor retorno, já que os donos das cotas só teriam perdas se todos as demais *tranches* tivessem perdas completas. Para negociar no mercado de capitais, os bancos ainda dividiam as *tranches* em três grupos. As cotas que tinham menor risco, AAA, AA e A, eram classificadas como *seniores*. O segundo agrupamento possuía risco médio, chamado de *mezzanine*, incluía as *tranches* BBB, BB e B. O último grupo era composto pelas cotas de *equity* e tinha alto risco. As cotas *seniores* eram vendidas no mercado diretamente aos investidores, já as cotas dos outros dois grupos passavam por um

novo processo de transformação financeira, através dos derivativos de crédito, que melhoravam as classificações de riscos desses ativos. Isso transformava ativos de alto risco e pouca liquidez em ativos líquidos e negociáveis. Induziram, assim, um aumento do volume de empréstimos de má qualidade.

As inovações financeiras complexas e obscuras e a transferência de riscos por meio de contrato de derivativos de crédito induziram o aumento do volume de empréstimos sem a preocupação com o monitoramento dos empréstimos de má qualidade (DE REZENDE, SILVA, & CROCCO, 2012).

Os agrupamentos do *mezzanine* e *equity* então eram transferidos para um fundo de Obrigação de Dívida Colateralizada – CDO (*Collateralized Debt Obligation*) junto com outras dívidas. O objetivo dos CDO's era diluir os riscos de cada contrato de hipoteca. Um CDO poderia ser composto por milhares de contratos de dívida e pelas mais diversas dívidas, desde dívidas de cartão de crédito até empréstimos estudantis, passando por financiamentos de automóveis e, inclusive, podendo ter outros empréstimos e investimentos imobiliários (BORÇA JR & TORRES, 2008).

Esses CDO's, por sua vez, emitiam uma nova série de títulos classificados por risco e retorno, que eram categorizados pelas mesmas agências de risco como de baixo risco ou como *Investment grade*. Torres (2008) afirma que os bancos conseguiam que 75% dos títulos emitidos pelos CDO's tivessem *ratings* superiores aos dos ativos que os constituíam. Por fim, havia ainda as securitizações dos contratos *subprime*, que eram feitas principalmente através dos *Credit Default Swaps* (CDS).

Os CDS' são similares aos contratos de seguros. As duas principais diferenças (Stulz, 2010) são que, para comprar um CDS de um ativo, não é necessário que o agente seja possuidor desse ativo, enquanto que, para fazer um contrato de seguro, normalmente, o agente está exposto ao risco do ativo. A segunda diferença é que os CDS' podem ser negociados nos mercados de balcão, enquanto os contratos de seguro habitualmente não são. Uma instituição financeira, portanto, que tivesse assumido os riscos de derivativos com contratos *subprime*, poderia se proteger comprando CDS', como também outros agentes não expostos aos riscos poderiam apostar contra os contratos *subprime* comprando CDS' desses ativos.

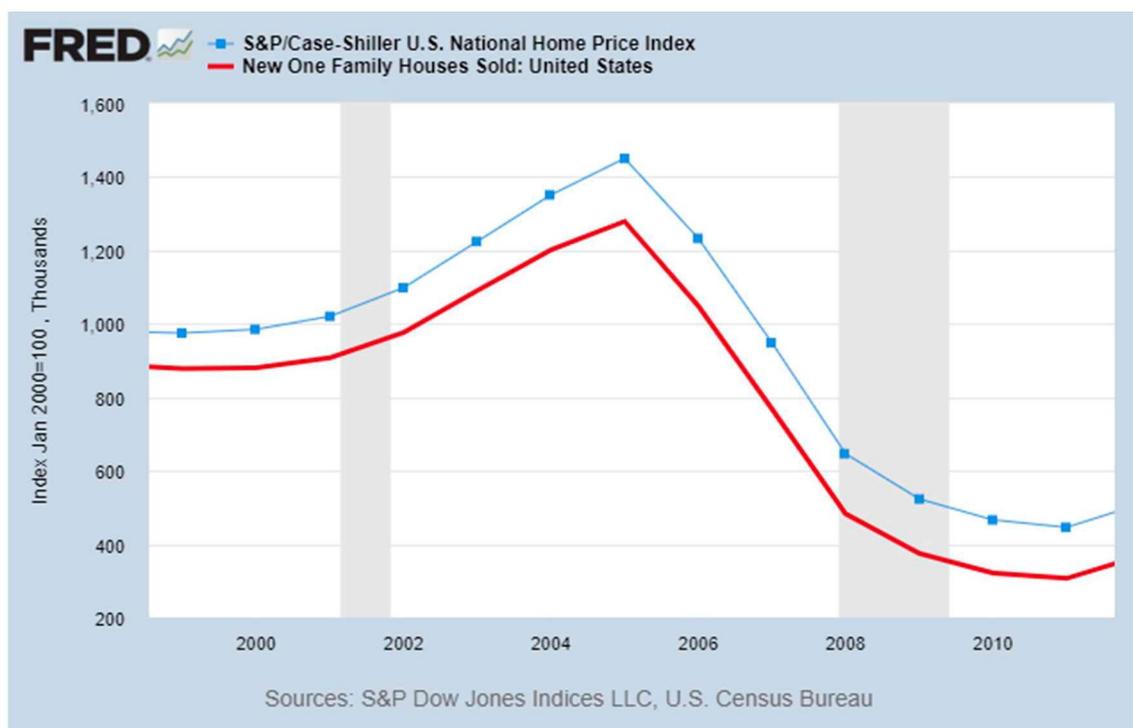
Visto isso, não só os bancos, através de complexas engenharias financeiras, conseguiam transferir seus riscos para terceiros, como também, com a nova classificação das agências de risco, esses riscos eram assumidos por terceiros com

uma avaliação subestimada. Essas práticas garantiam maiores lucros aos bancos americanos, pois possibilitaram a atuação destes em novos mercados, principalmente no financiamento imobiliário. Ao mesmo tempo, seus riscos de carteira dos empréstimos *subprime* eram assumidos por terceiros pelos processos já descritos de venda de contratos e securitização de derivativos.

Concomitantemente, a taxa de juros estava baixa. Em junho de 2003, o Federal Reserve baixou a taxa de juros para 1%, a menor em 45 anos. Vale ressaltar também que grande parte dos contratos de hipoteca *subprime* possuíam taxa de juros variáveis, conhecidas como ARM (*adjustable-rate mortgage*). Muitas vezes esses contratos tinham taxas de juros baixíssimas no início e, após um período, de um, três ou cinco anos, as taxas subiam. Em 2005, 80% dos empréstimos *subprime* eram com ARM (WILLIAMS, 2010).

Aliando todos esses fatores, os mercados reagiram como previsto, com um *boom* não só no mercado *subprime*, mas no mercado imobiliário e na economia como um todo.

GRÁFICO 1 – ÍNDICE DE PREÇOS DE RESIDÊNCIAS CASE-SHILLER E NÚMERO DE CASAS VENDIDAS



Foi criado um ciclo virtuoso (Wray L., 2007) em que essas inovações aumentaram a oferta de empréstimos, incentivaram ainda mais as compras de casas e elevaram os preços do mercado imobiliário, que, por sua vez, aumentou os valores necessários de empréstimo e, assim, justificava elevar os índices de alavancagem (empréstimos em relação à renda e empréstimos em relação ao valor das casas). Isto é, o aumento dos índices de alavancagem era justificado, pois, caso acontecesse algum problema, os empréstimos poderiam ser sempre refinanciados ou as casas vendidas posteriormente a um preço maior.

“A combinação de baixas taxas de juros e o aumento dos preços dos imóveis incentivaram um frenesi especulativo que acabaria somente se as taxas aumentassem ou se os preços parassem de subir” (WRAY L., 2007).

Durante o período de *boom*, a maioria dos bancos de investimento americanos comprou participação de empresas que concediam empréstimos imobiliários para aumentar o volume de empréstimos *subprime*. Todas essas operações de alavancagem e inovações financeiras contribuíam para a fragilidade do sistema bancário. Essas operações de compra de participação de outras empresas, juntamente com a securitização e a venda de derivativos com contratos *subprime*, aumentaram o entrelaçamento das instituições financeiras e, posteriormente, provocaram um “efeito dominó” no desencadeamento da crise.

O mercado imobiliário, contudo, não foi o único responsável pela crise. Com as inovações e a regulação afrouxada, desde o início da década de 2000, os principais bancos americanos aumentaram de forma significativa as práticas de alavancagem. Em concordância com Minsky, no período de *boom*, o endividamento subiu significativamente. Em 2008, a dívida privada dos Estados Unidos representava 165% do PIB americano (KEEN, 2017).

Também conforme apresentado, as taxas de juros afetam o valor presente líquido das unidades operando com posturas Especulativas e Ponzi. O mercado *subprime*, principalmente os empréstimos NINJA, bem como o aumento da alavancagem e do endividamento dos bancos e das instituições financeiras, são tipicamente posturas Ponzi, na definição de Minsky.

Além disso, as variáveis que encerrariam o *boom*, seja o aumento da taxa de juros ou a interrupção do aumento de preços, são conectadas através da dinâmica de funcionamento do Federal Reserve. Pois, entre os instrumentos do Federal Reserve,

o aumento da taxa de juros serviria para reduzir a especulação. Ambos acontecimentos eram, portanto, inevitáveis.

A crise começou em 2007 justamente no mercado *subprime*. Como podemos observar no Gráfico 1, o volume de vendas do mercado imobiliário atingiu seu auge em 2005 e então iniciou trajetória de queda. Em 2007, porém, o mercado imobiliário americano começou a declinar de forma mais acentuada. A queda da demanda por residências intensificou a queda dos preços, que, por sua vez, tornou mais difícil a renegociação dos contratos de hipoteca *subprime* e aumentou as taxas de inadimplência.

Essas perdas começaram a afetar os ganhos dos agentes que detinham cotas das *tranches*. No entanto, não atingiram somente as cotas da *tranche unrated*, mas também comprometeram as receitas das *tranches* classificadas como de menor risco que compunham os fundos CDO.

“Um modelo do Banco da Inglaterra mostra que um portfólio hipotético de *credit default swaps* de hipotecas *subprime* (compostos por hipotecas *subprime* AAA e AA originados em 2006) perdeu 60% do valor em julho de 2007” (WRAY, 2007).

Apesar de representar apenas 14% do total do mercado de hipotecas (Williams, 2010), o efeito de *spillover* em outros produtos e mercados foi enorme. Mercados de fundos monetários e de papéis comerciais apresentavam problemas de liquidez, e os bancos estavam relutantes em emprestar. Iniciou-se o que Minsky denomina de colapso do crédito (*debt deflation*). A demanda por liquidez aumentou enquanto os mercados secaram. O crédito caiu, em 2008, de 15% do PIB americano para -5% do PIB (KEEN, 2017).

As agências de risco começaram a assumir que seus modelos de avaliação de risco estavam incorretos e reduziram os *ratings* dos derivativos que continham empréstimos *subprime*, o que fez com que investidores internacionais restringidos pelas notas dos ativos tivessem que vendê-los. Para piorar, alguns bancos haviam vendido CDO's securitizados com a opção de o comprador vendê-los de volta para o banco (*“liquidity puts”*) (ver Norris, 2007), caso não houvesse mercado para eles.

Com isso, os riscos de crédito que os bancos retiraram de seus balanços voltaram para os bancos no seu pior momento, quando os empréstimos *subprime* estavam com problema de solvência e os bancos eram requisitados a fornecer liquidez às estruturas que eles mesmos tinham criado. O Citibank em 2007 anunciou que sua

exposição aos empréstimos *subprime* era de US\$ 55 bilhões; destes, US\$ 25 bilhões devido aos *liquidity puts*. O Bank of America, por sua vez, foi forçado a comprar US\$ 12 bilhões de CDOs pelo mesmo instrumento (JONES, 2007; KREGEL, 2008; WRAY, 2007).

Com as primeiras falências de instituições financeiras especializadas em empréstimos de hipoteca, as interligações das instituições financeiras e o *spillover* em outros mercados começaram a aparecer em forma de prejuízo. No ano de 2008, os prejuízos anunciados com o mercado *subprime* eram de US\$ 660 bilhões, e os principais bancos afetados eram Wachovia Corporation, Citigroup, Merrill Lynch, Washington Mutual e UBS (BORÇA JR & TORRES, 2008).

TABELA 1 - PERDAS ANUNCIADAS COM A CRISE DO SUBPRIME (EM US\$ BILHÕES)

	BAIXAS CONTÁBEIS	APORTES DE CAPITAL
Wachovia Corporation	96,7	11,0
Citigroup	68,1	74,0
Merrill Lynch	58,1	29,9
Washington Mutual	45,6	12,1
UBS	44,2	32,2
HSBC	27,4	5,1
Bank of America	27,4	55,7
JPMorgan Chase	20,5	44,7
Wells Fargo & Company	17,7	30,8
Morgan Stanley	15,7	24,6
Lehman Brothers	13,8	13,0
IKB Deutsche	13,8	11,3
Royal Bank of Scotland	13,6	57,0
Deutsche Bank	9,7	5,9
Credit Suisse	10,0	3,0
Outros	275,3	236,0
Total	660,9	635,3

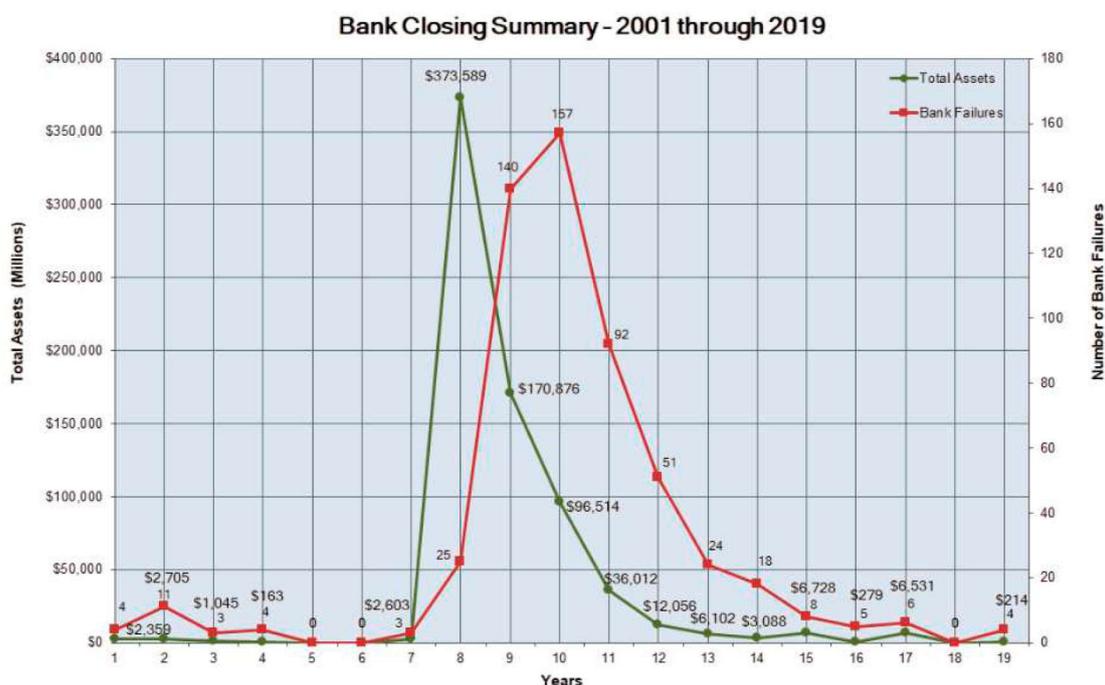
FONTE: BORÇA JR & TORRES, 2008.

Vale citar ainda a falência do banco Lehman Brothers, a maior falência da história dos Estados Unidos (Williams, 2010), considerada um marco na transformação da crise financeira internacional em uma crise global sistêmica, e os resgates das instituições Fannie Mae e Freddie Mac, AIG e do banco Bear Stearns.

Fannie Mae e Freddie Mac eram instituições garantidas pelo governo que concediam e garantiam empréstimos – o resgate custou estimados US\$ 154 bilhões (DAVIDSON, 2010). Já a AIG, uma das maiores seguradoras do mundo, recebeu um empréstimo do Federal Reserve de US\$ 85 bilhões (FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, 2008). O banco Bear Stearns recebeu US\$ 29 bilhões do Federal Reserve e foi comprado pelo banco JPMorgan Chase (BAER & TRACY, 2018).

Esses resgates demarcam a atuação do Federal Reserve como fornecedor de recursos em última instância. Além disso, em outubro de 2008 foi aprovado pelo congresso americano um resgate de US\$ 700 bilhões oriundos do Tesouro Americano para um programa chamado TARP (*Troubled Asset Relief Program*). Através do TARP, US\$ 250 bilhões foram distribuídos entre nove grandes bancos, incluindo o Citigroup, Bank of America, Wells Fargo, Goldman Sachs and JPMorgan Chase (LANDLER, 2008).

GRÁFICO 2 – FALÊNCIA DE BANCOS NOS ESTADOS UNIDOS (2001-2019)



FONTE: FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC)

Estimativas de 2018 do Federal Reserve Bank de São Francisco e do Government Accountability Office dos Estados Unidos (similar ao brasileiro Tribunal

de Contas da União) calculam que os prejuízos causados pela crise para a economia dos Estados Unidos são de US\$ 22 trilhões, equivalente a US\$ 70 mil para cada americano. Dados do FDIC (Gráfico 2) mostram que 465 bancos faliram entre 2008 e 2012. Em comparação, apenas 10 bancos faliram nos 5 anos anteriores a 2008.

5 IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NO BRASIL

Diferentemente de crises anteriores, em 2008, a economia brasileira estava mais protegida contra choques externos. Isso ocorreu porque havia uma situação de menor vulnerabilidade externa da economia brasileira, principalmente do setor público, devido a um aumento das reservas internacionais e da redução da dívida externa. Desde janeiro de 2006, o Brasil era credor líquido em moeda estrangeira (CUNHA & FERRARI FILHO, 2012).

Além disso, no período imediato após a crise, as políticas econômicas adotadas pelo mundo em reação à crise geraram um rápido aumento na produção e comércio mundiais, o que fez com que as exportações brasileiras crescessem e os termos de troca do Brasil melhorassem. Entre 2000 e 2006, os termos de troca brasileiros foram quase estáveis em torno de uma média de 90. Em agosto de 2008, data da falência do Lehman Brothers, os termos de troca brasileiros atingiram o patamar de 100; em janeiro de 2009, recuaram para 91; e em seguida se recuperaram, chegando a 115 em agosto de 2010 (FGV IBRE, 2010).

No Brasil, as autoridades monetárias intervieram para injetar liquidez na economia e reduzir de forma significativa a taxa de juros. O Comitê de Política Monetária (COPOM) e o Banco Central do Brasil (BCB) reduziram a taxa básica de juros, Selic, de 13,65% para 8,65% ao longo de 2009 (Banco Central do Brasil, 2019) e, para aumentar a liquidez do mercado interbancário, entre outras medidas, incentivaram a compra de carteiras de crédito pelos bancos através de deduções no requerimento de reservas nos depósitos a prazo e da criação de nova assistência de liquidez.

Pelo lado da política fiscal, em 2009 foram injetados US\$ 20 bilhões na economia brasileira, expandidos o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e os benefícios do seguro-desemprego, além da implementação do programa “Minha Casa, Minha Vida” e da redução de US\$ 7 bilhões em impostos (CUNHA & FERRARI FILHO, 2012).

As medidas produziram o impacto esperado, uma vez que a economia brasileira começou a mostrar sinais de recuperação a partir do segundo semestre de 2009, encorajando as expectativas entre os consumidores, empresas e sistema financeiro, até mesmo ao ponto de persuadi-los a tomar decisões, respectivamente, para gastar (consumo e investimento) e emprestar. Como resultado, a economia brasileira cresceu 7,5% em 2010 (CUNHA & FERRARI FILHO, 2012).

Porém, já em 2010, o Banco Central iniciou aumento da Selic para controlar a inflação e o governo aumentou a meta do superávit primário que havia sido reduzida em 2009 (VALOR ECONÔMICO, 2013).

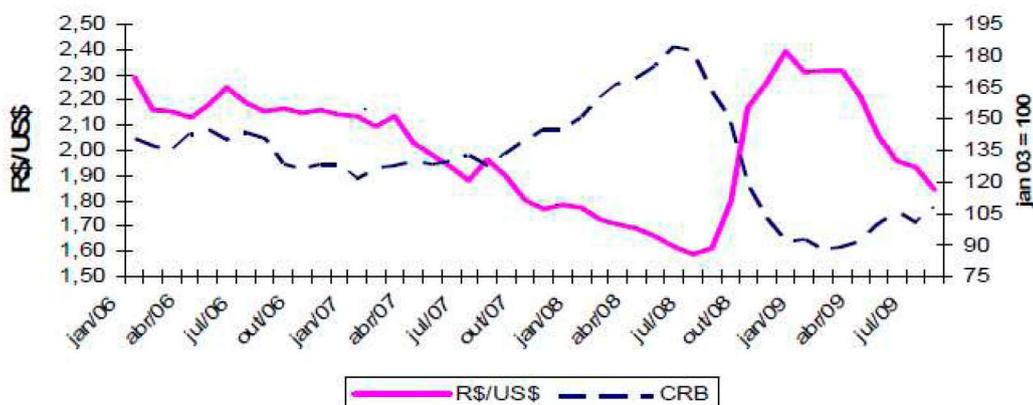
Portanto, apesar da menor vulnerabilidade da economia brasileira, da atuação das autoridades monetárias e do governo com políticas anticíclicas e do sucesso relativo do Brasil ao lidar com as consequências iniciais da crise, os impactos da crise foram significativos para a economia brasileira. Houve uma deterioração na balança de pagamentos, o superávit em conta corrente que era de 1,25% do PIB em 2006 transformou-se em déficit de 3,6% do PIB em 2013 (REZENDE, 2016).

As saídas líquidas da balança de pagamentos em 2008 foram de US\$ 48,8 bilhões (Cucolo, 2009), devidos, principalmente, à queda dos preços das *commodities* aliada à uma escassez global de liquidez em dólares que causou desvalorização do real em relação ao dólar (Gráfico 3).

Ao mesmo tempo, a demanda interna era sustentada por um aumento do crédito privado, o que, em pouco tempo, elevou o endividamento do setor privado. O setor privado saiu então da posição de superavitário para deficitário e passou a puxar o crescimento da economia.

Conforme visto, trata-se de uma postura tipicamente Ponzi. Logo, para que o setor privado conseguisse manter essa postura, era necessário aumento constante dos preços ou que houvesse possibilidade de refinanciamento das dívidas.

GRÁFICO 3 - PREÇOS DE COMMODITIES E TAXA DE CÂMBIO



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009.

O setor privado brasileiro apresentava altos índices de endividamento no período pós-crise e posição deteriorada em seu balanço, atingindo déficit de 2,5% do PIB em 2013 (REZENDE, 2016). Essa situação, embora insustentável, não era tão alarmante devido ao baixo custo do crédito graças à atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e aos empréstimos de baixo custo no mercado internacional. Os baixos custos dos empréstimos levaram as empresas privadas a aumentar a dependência em empréstimos externos e financiamentos do BNDES.

A atuação do BNDES e dos bancos públicos brasileiros durante a crise, portanto, impediu que firmas que estivessem ainda em uma postura de financiamento especulativo evoluíssem para uma postura Ponzi, reduziu o custo de oferta de capital e, ainda, combateu a instabilidade financeira ao atenuar os efeitos do comportamento pró-cíclico dos bancos privados. Maiores detalhes dos impactos sobre os bancos brasileiros e suas atividades serão apresentados no próximo item.

A política fiscal adotada pelo governo não foi suficiente para estimular de forma significativa o investimento. Conseqüentemente a atuação do governo não se configura como atuação de *Big Government* de acordo com a teoria de Minsky (1986). Segundo ele, o *Big Government* é capaz de conter a crise através do déficit do governo. Dessa forma, o déficit do *Big Government* na contenção da crise teria três efeitos. O primeiro é o efeito renda e emprego, efeito multiplicador dos gastos do

governo, e funciona, portanto, através da demanda do governo por bens, serviços e trabalho, incluindo transferências do governo e pagamento de juros.

O segundo é o efeito orçamento (*budget*) que ocorre por meio da geração de déficits e superávits setoriais. Como a soma de todos os déficits e superávits tem de ser zero, um déficit do setor público implica um superávit do setor privado. Portanto, no já descrito processo de pagamento das dívidas passadas através do nível de investimento no presente, é o déficit do governo que manterá os fluxos de caixa, sustentando os lucros do setor privado e permitindo que as dívidas sejam pagas.

Por fim, existe o efeito portfólio que ocorre porque os instrumentos utilizados para financiar o déficit do governo devem aparecer em alguma carteira de portfólio. Além disso, a emissão de títulos de dívida pública do governo contribui para a estabilização da economia, pois são ativos livres de risco que passam a compor os portfólios do setor privado.

Portanto, as políticas do BNDES contribuíram para a redução do custo de oferta de capital e para evitar que posturas especulativas se tornassem posturas Ponzi. Porém, como já apresentado, reduzir simplesmente o custo de oferta do capital não é suficiente para aumentar o nível de investimento; seria necessário, também, que fossem implementadas políticas fiscais, de forma coordenada, para estimular o investimento, o que não ocorreu.

Essa resposta do governo tentou estimular o investimento, reduzindo o preço de oferta de capital, mas essa política não impediu um acentuado declínio do investimento porque o preço de demanda de capital – isto é, os fluxos de caixa futuros esperados (receitas líquidas) de um projeto de investimento – estavam caindo mais rápido que o preço de oferta (REZENDE, 2016).

6 IMPACTO DA CRISE NO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO

A crise de 2008 afetou de maneira profunda os mercados interbancários e financeiros internacionais. No caso do sistema bancário brasileiro, há uma clara distinção de atuação entre os bancos públicos e privados em resposta à crise, principalmente no que diz respeito à expansão de crédito. Enquanto os bancos privados atuavam de forma pró-cíclica e reduziam as ofertas de crédito no mercado, o governo, através dos bancos públicos, com uma estratégia anticíclica, ampliava a oferta de crédito para tentar evitar que a escassez de crédito causasse maiores danos à atividade econômica. A atuação dos bancos privados configura o processo denominado por Minsky de colapso de crédito, já mencionado anteriormente. Mais detalhes das atuações dos bancos públicos e privados serão apresentados na sequência.

Enquanto eclodia a crise, os bancos privados brasileiros, em um processo de reversão de expectativas, reagiram com extrema prudência e houve forte retração de crédito. Existia um claro movimento de aversão ao risco e preferência pela liquidez por parte dos bancos. Ademais, conforme já mencionado, havia uma escassez global de liquidez em dólares.

O impacto da restrição de liquidez em dólares no sistema bancário apresentou-se de várias formas. O volume de desembolsos de ACCs (Adiantamentos de Contratos de Câmbio) caiu 30% em 2008, o volume de crédito doméstico com *funding* externo caiu 11% entre agosto e outubro de 2008 e, também, a redução de empréstimos externos de curto prazo para bancos brasileiros contribuiu para que as saídas líquidas do fluxo cambial fossem de US\$ 11,4 bilhões na segunda metade de 2008 (MESQUITA & TORÓS, 2010).

Além disso, os bancos pequenos e médios foram os mais afetados pelo aperto da liquidez, devido a fatores estruturais, como a falta de uma ampla base de depositantes, uma vez que essas instituições dependem da captação de recurso de fontes concentradas do mercado interbancário e também da concessão de crédito para manter suas operações ativas. Isso fez com que as instituições de menor porte ficassem mais vulneráveis a uma restrição de liquidez também em reais.

O que também contribuiu para a restrição de liquidez em reais foi o aumento da demanda por ativos garantidos pelo governo federal em detrimento dos títulos

privados. Esse fator afetou, além dos bancos de menor porte, os bancos maiores. Esse aperto da liquidez bancária, tanto devido à restrição de dólares quanto de reais, teve impacto direto sobre a retração de crédito.

Os bancos brasileiros, prevendo aumento na inadimplência e tendo liquidez comprometida pelos cortes mundiais de crédito, reduziram a oferta para concessão de novos contratos e elevaram as taxas de juros cobradas pelos empréstimos, em busca de proteção contra possíveis perdas futuras (MARTINS, BORTOLUZZO, & LAZZARINI, 2013).

Em outubro de 2008, mesmo tendo maior fatia do mercado de financiamentos, o tamanho das carteiras de crédito dos bancos privados cresceu apenas 1,8%, contra 5,2% dos bancos públicos (CRUZ, 2008). Após bater recorde no início do ano, no último trimestre de 2008, as novas concessões de crédito tiveram crescimento de somente 0,1%, enquanto a participação dos bancos públicos na liberação de crédito foi de 34% para 36%, em detrimento dos bancos privados (CUCOLO, 2009b). No primeiro trimestre de 2009, a carteira de crédito do Itaú, maior banco privado do Brasil, cresceu apenas 0,3% em relação ao último trimestre de 2008 (MODÉ, 2009).

A contração de crédito dos bancos privados também se refletiu no crescimento dos ativos dos bancos. Entre setembro de 2008 e dezembro de 2009, os ativos dos bancos privados cresceram apenas 3%, comparados com 38% dos bancos públicos, e 52% contra 96% entre junho de 2008 e junho de 2011 (MARTINS, BORTOLUZZO, & LAZZARINI, 2013).

Além disso, o crescimento acumulado do saldo das operações de crédito dos bancos privados nacionais cresceu 53% em termos reais entre janeiro de 2008 e dezembro de 2013, o dos bancos privados estrangeiros cresceu 46%, enquanto o crescimento do saldo dos bancos públicos foi de 210% (Tabela 2). Isso fez com que a participação dos bancos privados nacionais e estrangeiros na oferta de crédito caísse de 44% para 33% e de 22% para 16%, respectivamente, entre 2008 e 2013 (DIEESE, 2014).

Outrossim, devido ao grau de incerteza sobre a exposição e a participação dos demais agentes nas operações de derivativos cambiais, a retração de crédito ocorreu tanto para as empresas e pessoas físicas, como também para outros bancos. O movimento de elevação da SELIC, iniciado em 2010 pelo Banco Central, também contribuiu para a postura de contração de créditos dos bancos, uma vez que tornou os títulos públicos mais atrativos.

TABELA 2

**Saldo¹ das operações de crédito por controle de capital
Brasil – janeiro de 2008 a dezembro de 2013**

(em R\$ milhões de dezembro de 2013)

Mês/Tipo de controle	Públicos	Privados Nacionais	Privados Estrangeiros
jan/08	447.944	587.717	288.872
dez/08	586.790	700.916	339.815
dez/09	742.953	724.354	328.775
dez/10	852.370	838.546	353.791
dez/11	994.491	888.963	396.492
dez/12	1.201.389	896.943	409.993
dez/13	1.390.654	902.692	421.806
Varição Acumulada (%)	210,45	53,59	46,02

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: DIEESE – Rede Bancários

Nota: (1) Deflator IPCA-IBGE

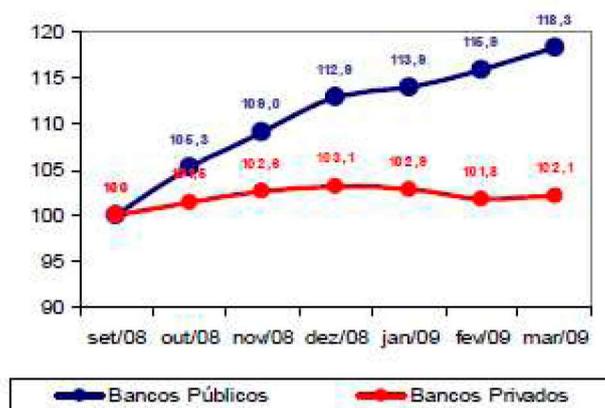
FONTE: DIEESE, 2014

Por sua vez, a atuação dos bancos públicos, nomeadamente BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil, como parte de uma política anticíclica no período pós-crise, foi fruto de estratégia coordenada pelo governo federal com objetivo de atenuar os efeitos da crise sobre a atividade econômica. Já em 2008, o governo tomou uma série de medidas para favorecer as ações anticíclicas dos bancos públicos (LODI, 2010).

Por meio da resolução n. 3.615 do Conselho Monetário Nacional, foram alterados os limites de exposição a cliente do BNDES para permitir ampliação do limite de crédito da Petrobrás. Em seguida, com a resolução n. 3.628, os limites de contingenciamento de crédito para o setor público foram alterados, permitindo que a Petrobrás pudesse contrair novos empréstimos de até R\$ 8 bilhões. Ainda, com a Medida Provisória n. 443, o BB e a CEF foram autorizados a constituir subsidiárias e a adquirir participação em instituições financeiras sediadas no Brasil (FUNDAP, 2009B, apud LODI, 2010).

Ainda em 2008, o BB antecipou R\$ 5 bilhões em crédito para o setor agrícola e a CEF disponibilizou linha de crédito para capital de giro de R\$ 3 bilhões para empresas de construção civil (CUCOLO, 2008).

GRÁFICO 4 - EVOLUÇÃO DO CRÉDITO BANCÁRIO NO BRASIL



FONTE: BACEN, ELABORAÇÃO: APE/BNDES, *in* COUTINHO (2009)

Conforme já citado, o BNDES teve papel importantíssimo na redução de custo de oferta de capital no período após a crise. Conjuntamente, para poder atuar de forma anticíclica, no início de 2009, o BNDES recebeu empréstimo de R\$ 100 bilhões do Tesouro Nacional (MORA, 2015). Isso garantiu capitalização para que o BNDES pudesse atuar não só nas linhas tradicionais de financiamento, mas também expandir sua atuação para financiamento de capital de giro. A capitalização do BNDES, portanto, iniciada em 2009, assegurou que o banco coordenasse ações anticíclicas e financiasse o setor produtivo.

Em 2009 e 2010, o BNDES financiou R\$ 4,6 bilhões de capital de giro de 42 empresas (MORA, 2015). Parte do esforço de financiamento de capital de giro passa certamente pelo lançamento do Programa Especial de Crédito no fim de 2008, com orçamento de R\$ 6 bilhões e limite de empréstimo de R\$ 50 milhões por empresa (VALOR ONLINE, 2009).

Como resultado, o saldo de crédito para capital de giro através de recursos do BNDES para pessoas jurídicas teve crescimento real de 99% entre janeiro de 2008 e dezembro de 2013, chegando a R\$ 23 bilhões (DIEESE, 2014).

O BNDES, ainda, lançou diversos programas, como o Programa de Crédito Especial Rural (PROCER), com recursos de R\$ 10 bilhões para empresas do setor agroindustrial; o Programa de Apoio ao Setor Sucroalcooleiro (PASS), com recurso de R\$ 1,3 bilhão; e o Programa de Capitalização de Cooperativas de Produção (PROCAP), com orçamento de R\$ 2 bilhões (LODI, 2010).

Os desembolsos totais do BNDES passaram de R\$ 65 bilhões em janeiro de 2008 para R\$ 136 bilhões em dezembro de 2009 (LODI, 2010).

Assim, os desembolsos do BNDES cresceram de 1,6 p.p. do PIB, em dezembro de 2008, para 3,5 p.p. do PIB, em dezembro de 2010. Desse modo, a atuação do banco federal levou a que o crescimento do crédito direcionado à pessoa jurídica, de 2,7 p.p. do PIB, entre 2008 e 2010, mais que compensasse a retração do crédito com recursos livres, de 1,0 p.p. do PIB. Como resultado, o crédito à pessoa jurídica cresceu 1,7 p.p. do PIB entre dezembro de 2008 e dezembro de 2010 (MORA, 2015).

Vale mencionar também a atuação da linha de financiamento da subsidiária Finame do BNDES, destinada a compra de máquinas e equipamentos. Os desembolsos da Finame aumentaram 21,7% entre abril de 2008 e março de 2009, chegando a R\$ 22 bilhões (AGÊNCIA BRASIL, 2009).

Com a já mencionada MP n. 443, que autorizou instituições financeiras públicas a constituir subsidiárias e adquirir participação em instituições financeiras sediadas no Brasil, o que inclui aquisição de carteiras de crédito de outros bancos, o Banco do Brasil no fim de 2008, a fim de se fortalecer no mercado bancário nacional, comprou a Nossa Caixa, banco estadual de São Paulo, por R\$ 5,4 bilhões (FOLHA ONLINE, 2008).

Além disso, a medida contribuiu para que o BB expandisse significativamente sua carteira de crédito, principalmente nas linhas de crédito consignado, financiamento de automóveis e capital de giro. O saldo das operações de crédito do BB ao setor privado teve crescimento de 39,6% em dezembro de 2008 em relação ao mesmo período de 2007 (LODI, 2010).

Em outras medidas de expansão de crédito pelo BB, ainda em 2008, em outubro, foram liberados R\$ 5 bilhões em créditos de forma antecipada para o setor agrícola (RODRIGUES, 2008). Em novembro de 2008, o BB abriu linha de crédito com orçamento de R\$ 5 bilhões para financiar capital de giro de pequenas e médias empresas (FOLHA ONLINE, 2008b). Também em novembro de 2008, o então ministro

da Fazenda, Guido Mantega, anunciou que R\$ 4 bilhões, novamente oriundos do BB, seriam destinados a bancos de montadoras com objetivo de elevar o crédito aos consumidores (FOLHA ONLINE, 2008b).

Ademais, a carteira de crédito do BB para financiamento de veículos novos dobrou no primeiro trimestre de 2009, em relação ao mesmo período de 2008, atingindo R\$ 7 bilhões (NUNES, 2009).

Em linhas gerais, a oferta de crédito concedido pelo BB cresceu de 6% do PIB em setembro de 2008 para 8,6% do PIB em dezembro de 2010, e o total de ativos do BB, por seu turno, cresceu de 15,1% do PIB em setembro de 2008 para 21,4% em dezembro de 2009 (MORA, 2015).

No que concerne à atuação da Caixa Econômica Federal no período, suas medidas tiveram foco no setor de crédito imobiliário. A CEF é, afinal de contas, uma instituição financeira especializada no crédito imobiliário com forte posicionamento no mercado. Essa posição de destaque no segmento imobiliário é impulsionada pela sua atribuição de operadora dos recursos provenientes do FGTS. Vale ressaltar que outros bancos também têm acesso ao FGTS, mas consideram que os riscos de atuação não compensam o retorno, visto que o público alvo é composto por famílias de baixa renda.

Com o agravamento da crise, a CEF, assim como os demais bancos públicos já mencionados, passou a atuar de forma anticíclica e conseguiu fortalecer sua posição no mercado imobiliário, chegando a concentrar cerca de 70% do mercado imobiliário em termos de estoque (LODI, 2010).

Nesse contexto, o programa “Minha Casa, Minha Vida” criado em 2009 pelo governo federal, contribuiu para o desempenho da CEF no segmento de crédito imobiliário, pois, no programa, a CEF tem atribuição de analisar projetos e contratar obras. O programa foi lançado com valor previsto de R\$ 34 bilhões (RIBEIRO, 2009).

O crédito ao setor imobiliário teve crescimento acentuado no período entre 2008 e 2013, saindo de 1,84% do PIB em janeiro de 2008 para 8,22% em dezembro de 2013, tendo a CEF atingido 68,5% de participação no crédito imobiliário total em dezembro de 2013 (DIEESE, 2014).

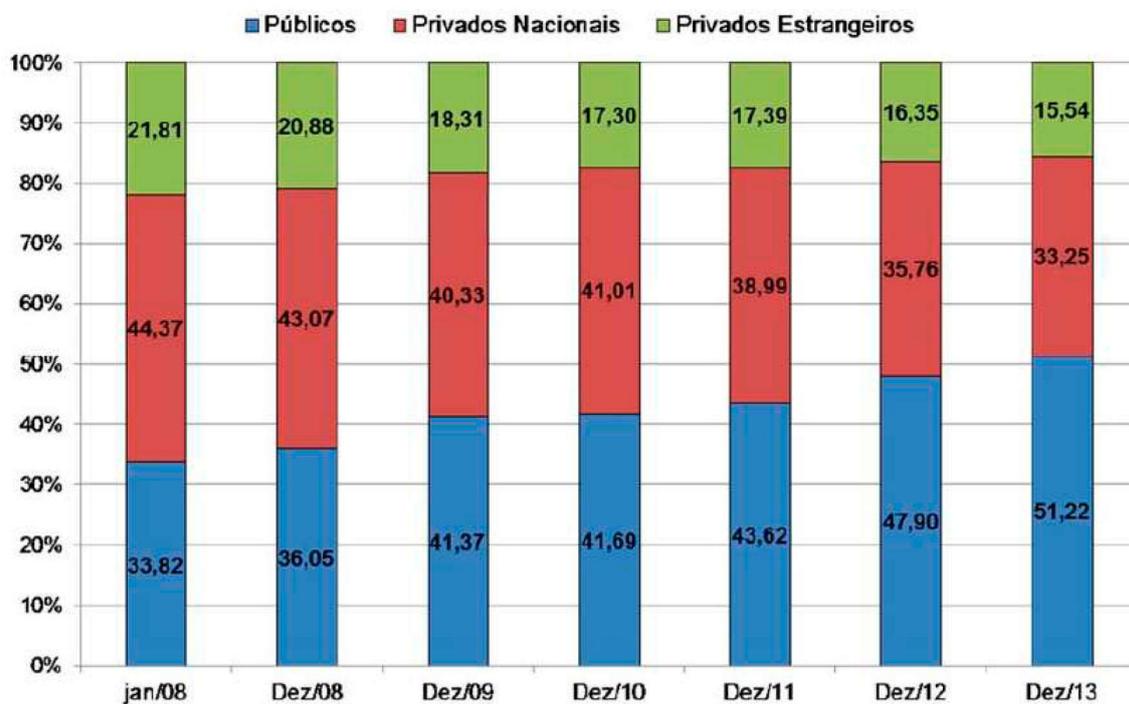
Assim, a atuação da CAIXA, em termos de oferta de crédito, privilegiou, no âmbito da pessoa física, o crédito habitacional, em consonância com o papel usualmente desempenhado por este banco na estratégia do governo federal. Nota-se, contudo, o crescimento acentuado, após 2008, dos empréstimos consignados à folha de pagamento. Estes mais do que dobraram em termos nominais entre 2008 e 2010 (MORA, 2015).

Ademais, a CEF também participou de outras medidas anticíclicas fora do mercado de crédito imobiliário. Desde medidas para incentivar o consumo, passando por ampliação de crédito para financiamento de capital de giro, até ações voltadas para o financiamento de saneamento. Em novembro de 2008, a CEF anunciou a criação de uma linha de crédito de R\$ 2 bilhões para financiar bens de consumo diretamente no varejo (FOLHA ONLINE, 2008c). Também em 2008, para financiamento de capital de giro, a CEF disponibilizou linha de crédito de R\$ 3 bilhões para empresas de construção civil (CUCOLO, 2008b).

Resumindo a atuação anticíclica da CEF, entre 2008 e 2010, o crédito à pessoa física na CEF para financiamento habitacional cresceu de R\$ 44 bilhões para R\$ 104 bilhões, e o valor total de crédito à pessoa física cresceu de R\$ 58 bilhões para R\$ 132 bilhões. O crédito à pessoa jurídica para financiamento de capital de giro aumentou de R\$ 9,8 bilhões para quase R\$ 22 bilhões. Em termos de percentual do PIB, no mesmo período, o crédito à pessoa física na CEF vai de 1,91% em 2008 para 3,49%, em 2010, e o crédito à pessoa jurídica, de 0,00% para 1,17% (MORA, 2015).

Portanto, apesar de o alastramento da crise financeira de 2008 ter causado forte retração de crédito nos bancos privados brasileiros, a oferta de crédito foi sustentada pelos bancos públicos. O uso do BNDES, do BB e da CEF na coordenação de esforços anticíclicos foi bem sucedido. Conforme mencionado, o saldo das operações de crédito cresceu 210% em termos reais entre 2008 e 2013. Como consequência, a participação relativa dos bancos públicos no saldo total das operações cresceu de 33% para 52%, entre janeiro de 2008 e dezembro de 2013, ao mesmo tempo, obviamente, a participação relativa somada dos bancos privados nacionais e estrangeiros vai de 67% a 48% (GRÁFICO 5).

GRÁFICO 5 - COMPOSIÇÃO DO SALDO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR CONTROLE DE CAPITAL BRASIL - JANEIRO DE 2008 A DEZEMBRO DE 2013 (EM %)



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. ELABORAÇÃO: DIEESE – REDE BANCÁRIOS. *In* DIEESE (2014)

7 ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO

Conforme já apresentado, no desenrolar da crise de 2008, devido às boas condições das reservas internacionais brasileiras e à redução da dívida externa, a economia brasileira estava mais bem protegida contra crises do que em períodos anteriores, pois o Brasil era credor líquido em moeda estrangeira desde 2006. Todavia, o cenário econômico que se desenrolou após a quebra do banco Lehman Brothers, no quarto trimestre de 2008, causou um processo de retração das condições financeiras em dólares e reais que, por sua vez, desencadeou efeitos prejudiciais sobre a confiança da atividade econômica. Nesse cenário, a consequência inicial mais intensa da crise internacional sobre a economia brasileira foi a depreciação do real. Também conforme apresentado no item 4, isso ocorreu graças à escassez global de liquidez em dólares associada à queda dos preços das *commodities*.

Nesse contexto, o Banco Central do Brasil adotou uma série de medidas para enfrentar os problemas de liquidez em reais e dólares. Para prover liquidez em dólares, o BCB realizou leilões de venda final de divisas e leilões de venda com recompra, além de medidas inovadoras como empréstimos de reservas em moeda estrangeira e um acordo do *swap* de moedas com o Federal Reserve. Observando o princípio de não impedir o livre ajustamento da taxa de câmbio, o BCB nunca adotou um limite pré-definido para a venda de dólares. No total, o BCB vendeu US\$ 14,5 bilhões nos leilões de mercado pronto, equivalente a 7% das reservas no final de agosto de 2008, e US\$ 11,8 bilhões de vendas com compromisso de recompra (MESQUITA & TORÓS, 2010).

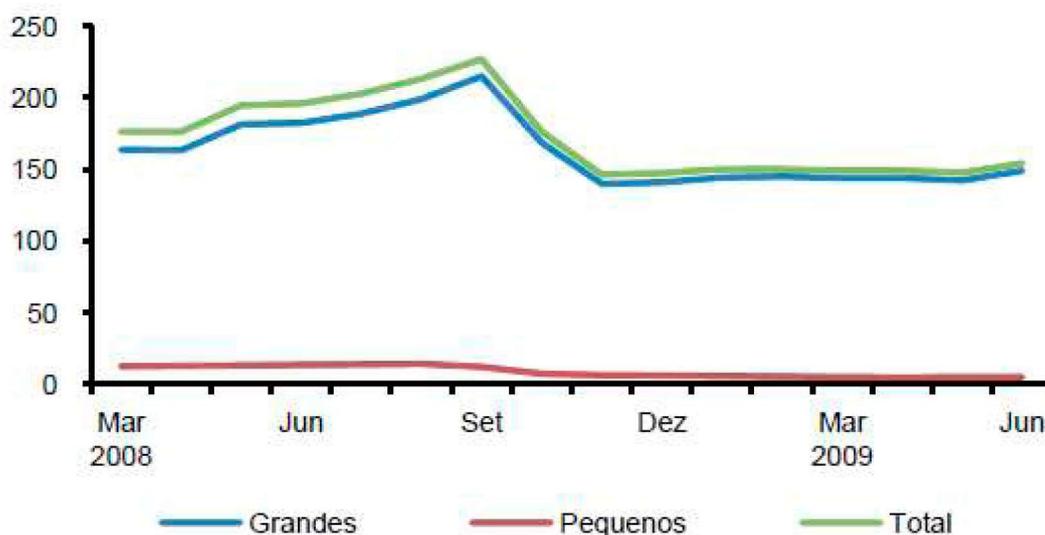
Em relação aos empréstimos em moeda estrangeira, o objetivo era reduzir o impacto da restrição de liquidez em dólares e compensar a escassez de linhas de crédito internacional causada pela crise. Essa operação foi possibilitada pela Medida Provisória 442, e no total de leilões desse recurso foram desembolsados US\$ 12,6 bilhões, sendo US\$ 9 bilhões para o mercado de ACCs (MESQUITA & TORÓS, 2010). Já o acordo de contratos de *swap* com o Federal Reserve foi viabilizado pela já citada MP 443 e tinha o objetivo de remover desvantagens comparativas para as instituições financeiras brasileiras na captação de recursos no exterior.

“O swap foi concebido, desde o início, essencialmente como um mecanismo de sinalização, ainda que não existisse restrição preliminar à utilização dos recursos envolvidos, que poderia atingir até US\$30 bilhões” (MESQUITA & TORÓS, 2010).

Além dessas ações, o BCB adotou medidas para garantir condições adequadas de liquidez em moeda nacional. As principais medidas com esse fim foram as alterações sobre os recolhimentos compulsórios, o Fundo Garantidor de Crédito (FGC) e a operação de redesconto. Em outubro de 2008, o BCB alterou as regras do recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo, elevando o percentual do compulsório que pode ser destinado pelos bancos para a compra de carteiras de crédito de outros bancos de 40% para 70%. No mesmo dia, aumentou a faixa de isenção do recolhimento compulsório, equivalente a 15% dos recursos captados em depósitos a prazo, de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões, o que praticamente liberou todos os bancos médios dessa exigência (FREITAS, 2009).

O conjunto de medidas de liberação de compulsórios de outubro de 2008 buscou aliviar os problemas de liquidez e contribuir para o aumento da oferta de crédito e para a redução do *spread* bancário. Entre setembro e novembro de 2008, verificou-se queda total do volume de depósitos compulsórios de aproximadamente R\$ 80 bilhões (BCB, 2009).

GRÁFICO 6 - RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO DOS BANCOS BRASILEIROS.
(EM R\$ BILHÕES)



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2009)

No que concerne às operações de redesconto, através da já referida MP 442, foram estabelecidos critérios de avaliação de ativos recebidos pelo BCB em operações de redesconto em moeda nacional ou em garantia de empréstimos em moeda estrangeira. Além disso, a lei 11.882 e a resolução 3.622 do Conselho Monetário Nacional estabeleceram prazo de até 359 dias para as operações de redesconto (Mesquita & Torós, 2010). Em relação ao FGC, em março de 2009, entrou em vigência uma medida que estabeleceu o Depósito a Prazo com Garantia Especial do FGC (DPGE), que se trata de uma garantia sobre os depósitos a prazo de até R\$ 20 milhões por depositante (BCB, 2009).

Apesar de as medidas em relação aos depósitos compulsórios não terem tido sucesso em fazer com que os bancos privados expandissem o crédito, em geral, o conjunto de medidas adotadas pelo BCB foi bem sucedido em evitar a contração da liquidez e, aliado à forte atuação anticíclica dos bancos públicos, favoreceu a retomada de crédito na economia brasileira. Mesquita & Torós (2010) ressaltam, ainda, que a atuação do BCB não comprometeu a estratégia de política monetária orientada para garantir a convergência para a meta da inflação e a flutuação cambial.

A atuação do BCB em conjunto com a dos bancos públicos brasileiros configura o desempenho das funções do que Minsky (1986) denomina de *Big Bank*. Para Minsky, o *Big Bank* irá atuar como prestador de última instância para evitar uma depressão, espiral recessiva e/ou uma deflação da dívida. Para cumprir essa função, o Banco Central deve, portanto, intervir prontamente para garantir a disponibilidade de refinanciamento, ou seja, disponibilidade de crédito, para evitar que dificuldades financeiras levem à uma grande depressão.

Além disso, é atribuição do *Big Bank* estabilizar o preço dos ativos e o mercado financeiro e garantir que os contratos sejam cumpridos independentemente das condições de mercado. No caso brasileiro, o *Big Bank*, analogamente composto pelo BCB e pelos bancos públicos cumpriu sua função diante da crise, com o BCB garantindo a estabilidade e o preço dos ativos ao assegurar liquidez para o mercado conforme já descrito, e os bancos públicos ao expandirem crédito para a economia sustentaram a disponibilidade de refinanciamento.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se propôs a pesquisar a crise financeira de 2008 e os seus efeitos no sistema bancário brasileiro sob uma perspectiva Minskyana. Dado o exposto, pode-se sustentar que as condições para o surgimento, o desenvolvimento e o desenrolar da crise de 2008 são resultado do funcionamento normal interno da economia capitalista e refletem o processo descrito por Minsky.

Conforme apresentado, a crise financeira de 2008 tem início no mercado imobiliário dos Estados Unidos, em uma conjuntura econômica lucrativa e relativamente estável, ou seja, próspera. Os bancos, contudo, motivados por lucros ainda maiores, em um ambiente com regulação afrouxada, criaram inovações financeiras para poder aumentar seus lucros em uma gama de mercado mais arriscada (mercado *subprime*).

Dentre as inovações, a securitização é a inovação que teve papel mais relevante na crise de 2008. A securitização permite que os bancos expandam o crédito sem a necessidade de incorrer em passivos, o que implica que não há limite para a criação de crédito por parte dos bancos. Logo, dentro da estrutura financeira capitalista, onde as relações de investimento ocorrem através de dívida, as possibilidades da securitização aumentaram de forma significativa a disponibilidade de crédito e incentivaram não só inovações adicionais buscando mais lucro, mas também mais dívida e alavancagem. Ou seja, um crescimento das posturas especulativas e Ponzi, e conseqüente aumento da instabilidade do sistema econômico.

Desse modo, no período anterior à crise, os bancos em seu comportamento inato, abusaram do uso de derivativos e das securitizações, e, devido à alta complexidade desses instrumentos financeiros e a categorização incorreta ou obscura de seus riscos, puderam aumentar seus lucros com atividades financeiras mais arriscadas sem, contudo, reduzir a percepção de segurança e a segurança dos rendimentos dos bancos. Isso fez também com que o risco fosse disseminado de forma sistêmica e entrelaçada na economia.

Novamente, foi a própria estrutura financeira capitalista que aumentou a fragilidade e a instabilidade do sistema econômico e financeiro. Em outras palavras, em concordância com a ideia de que a estabilidade leva à instabilidade, a constante

validação das dívidas e expectativas no mercado fez com que os bancos considerassem que as margens de segurança eram superestimadas e desenvolvessem inovações complexas, como os derivativos CDS' e CDO's, para poder elevar seus lucros e transferir seus riscos de créditos para terceiros, aumentando, dessa forma, a instabilidade e a fragilidade do sistema.

Como previsto pela Hipótese da Instabilidade Financeira, o aumento e a validação dos lucros nessas novas operações levaram a um *boom* do mercado *subprime* e a um crescimento das posturas Ponzi. Além disso, o *boom* é interrompido sempre que a margem entre o valor dos ativos de capital e o custo de investimento é zerada ou invertida. Isso ocorre em 2007 com a queda dos preços do mercado imobiliário, dando início ao colapso de crédito, acentuado pelo alto grau de entrelaçamento das instituições financeiras.

A propagação da crise de 2008 para a economia brasileira se deu através dos mercados financeiros e interbancários internacionais. O impacto sobre o setor público foi atenuado porque havia uma situação de menor vulnerabilidade externa da economia brasileira, devido a um nível elevado de reservas internacionais. O impacto sobre o sistema bancário brasileiro, contudo, foi mais agudo. Os bancos privados entraram no processo de colapso de crédito, ao reverter suas expectativas, reagiram com extrema prudência e houve forte retração de crédito. Havia um claro movimento de aversão ao risco e preferência pela liquidez por parte dos bancos privados.

Nesse contexto, para reduzir os impactos da crise sobre a atividade econômica, o governo federal brasileiro coordenou uma estratégia com uma série de políticas anticíclicas através da atuação dos bancos públicos: BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil. Essas políticas tiveram como principal objetivo sustentar e expandir o crédito na economia em um cenário em que havia forte retração de crédito do setor privado. Além dos bancos públicos, o Banco Central Brasileiro tomou medidas para aliviar a escassez de moeda estrangeira e de moeda nacional causada pela crise.

Portanto, pode-se concluir que o impacto da crise financeira de 2008 sobre o sistema bancário brasileiro ocorreu principalmente no mercado de crédito, com forte retração do setor privado, e que, graças à intervenção dos bancos públicos para sustentar o crédito e prover liquidez, os efeitos da crise sobre a atividade econômica como um todo foram sobremaneira atenuadas, pois a sustentação do crédito garantiu

a possibilidade de refinanciamento das empresas e evitou um colapso de crédito e uma conseqüente depressão.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASIL. O Globo. **Desempenho do BNDES sinaliza que o pior da crise já passou, Avalia Coutinho**. 2009.

Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/desempenho-do-bndes-sinaliza-que-pior-da-crise-ja-passou-avalia-coutinho-3115663>>. Acesso em: 09 nov. 2019.

BAER, Justin; TRACY, Ryan. **Ten Years After the Bear Stearns Bailout, Nobody Thinks It Would Happen Again**. 2018. Disponível em:

<<https://www.wsj.com/articles/ten-years-after-the-bear-stearns-bailout-nobody-thinks-it-would-happen-again-1520959233>>. Acesso em: 10 out. 2019.

Banco Central do Brasil. **Relatório de Economia Bancária e Crédito**. Brasília, 2009.

CARTA DO IBRE: **Termos de troca favoráveis e seus desdobramentos**. [S.l.]: FGV, 2010.

BARNICHON, Regis; MATTHES, Christian; ZIEGENBEIN, Alexander. **FRBSF Economic Letter**: Federal Reserve Bank of San Francisco. 2018. Disponível em:

<<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/financial-crisis-at-10-years-will-we-ever-recover/>>. Acesso em: 29 out. 2019.

BERNANKE, Ben S.. **Some Reflections on the Crisis and the Policy Response. Discurso na conferência: “Rethinking Finance: Perspectives on the Crisis”**. 2013. Disponível em:

<<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm>>. Acesso em: 25 out. 2019.

BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES, Ernani Teixeira. Analisando a Crise do Subprime. **Revista do Bndes**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p.129-159, abr. 2008

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. **Economia monetária financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro - Rj: Elsevier, 2007.

CRUZ, Ney Hayashi Da. **Banco público puxa expansão do crédito e ganha espaço de privado**. Folha de São Paulo. 2008. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/11/473179-banco-publico-puxa-expansao-do-credito-e-ganha-espaco-de-privado.shtml>>. Acesso em: 15 out. 2019.

CUCOLO, Eduardo. **Brasil perde US\$ 48,8 bi em 2008 com saída recorde de dólares**. Folha de São Paulo. 2009. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2009/01/487240-brasil-perde-us-488-bi-em-2008-com-saida-recorde-de-dolares.shtml>>. Acesso em: 15 out. 2019.

CUCOLO, Eduardo. **Caixa abre linha de R\$ 3 bi e libera dinheiro da poupança para construção**. Folha de São Paulo. 2008b. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/10/461905-caixa-abre-linha-de-r-3-bi-e-libera-dinheiro-da-poupanca-para-construcao.shtml>>. Acesso em: 23 out. 2019.

CUCOLO, Eduardo. **Crédito cresce 31% em 2008 e bate recorde, mas estagna no fim do ano**. Folha de São Paulo. 2009b. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2009/01/494951-credito-cresce-31-em-2008-e-bate-recorde-mas-estagna-no-fim-do-ano.shtml>>. Acesso em: 12 out. 2019.

CUCOLO, Eduardo. **Veja a lista de medidas já anunciadas no Brasil para combater a crise**. Folha de São Paulo. 2008. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/10/455919-veja-a-lista-de-medidas-ja-anunciadas-no-brasil-para-combater-a-crise.shtml>>. Acesso em: 17 out. 2019.

CUNHA, André Moreira; FERRARI FILHO, Fernando. Será que as políticas econômicas implementadas no Brasil em resposta à crise financeira internacional podem ser consideradas Keynesianas? In: AL, Organização André de Melo Mondenezi Et. **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: Tendências mundiais e perspectivas para a economia**

brasileira. Rio de Janeiro - Rj: Elsevier, 2012. p. 145-152. São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira.

DAVIDSON, Paul. Usa Today. **Fannie, Freddie bailout to cost taxpayers \$154 billion**. 2010. Disponível em:

<https://usatoday30.usatoday.com/money/economy/housing/2010-10-21-fannie-mae-freddie-mac-bailout_N.htm>. Acesso em: 12 set. 2019.

DIEESE. **A evolução do crédito na economia brasileira 2008-2013**: Nota Técnica nº 135. São Paulo: Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos, 2014

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães. O Shadow Banking System no "pós-crise". In: AL, Organização André de Melo Mondenezi Et. **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: Tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira**. Rio de Janeiro - Rj: Elsevier, 2012. p. 91-95.

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION. **Failed Banks: Industry Analysis**. Disponível em: <<https://www.fdic.gov/>>. Acesso em: 09 nov. 2019.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. FRED Economic Data. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/>>. Acesso em: 08 nov. 2019.

FEDERAL RESERVE BOARD. Board Of Governors Of The Federal Reserve System. **Press Release**. 2008. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20080916a.htm>>. Acesso em: 09 nov. 2019.

FOLHA ONLINE. **Banco do Brasil fecha compra da Nossa Caixa por R\$ 5,4 bilhões**. Folha de São Paulo. 2008. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/11/469812-banco-do-brasil-fecha-compra-da-nossa-caixa-por-r-54-bilhoes.shtml>>. Acesso em: 31 out. 2019.

FOLHA ONLINE. **Veja os principais fatos ocorridos na economia em 2008**. Folha de São Paulo. 2008b. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/12/481671-veja-os-principais-fatos-ocorridos-na-economia-em-2008.shtml>>. Acesso em: 15 nov. 2019.

FOLHA ONLINE. **Caixa vai liberar R\$ 2 bi em crédito para compra de bens de consumo**. Folha de São Paulo. 2008c. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/11/466909-caixa-vai-liberar-r-2-bi-em-credito-para-compra-de-bens-de-consumo.shtml>>. Acesso em: 12 nov. 2019

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 66, n. 23, p.125-145, Janeiro 2009. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/eav/article/view/10415>.

JONES, Sam. **The \$25bn Citi CDO liquidity put – and who else has one**. Financial Times. 2007. Disponível em: <<https://ftalphaville.ft.com/2007/11/21/9075/the-25bn-citi-cdo-liquidity-put-and-who-else-has-one/>>. Acesso em: 20 out. 2019.

KEEN, Steve. **Can we avoid another financial crisis?** [s.l.]: John Wiley & Sons, Inc., 2017.

KIFF, John; MILLS, Paul. **Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets**. Washington, Dc: International Monetary Fund, 2007. IMF Working Paper, 7/188.

KINDLEBERGER, Charles P.. **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 1978.

KREGEL, Jan. **Minsky Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market**. Public Policy Brief: The Levy Economics Institute of Bard College, Washington, DC n. 93 2008.

LANDLER, Mark. **U.S. Investing \$250 Billion in Banks.** The New York Times. 2008. Disponível em:

<https://www.nytimes.com/2008/10/14/business/economy/14treasury.html?_r=3&pagewanted=2&hp&oref=slogin&oref=slogin&oref=slogin>. Acesso em: 30 set. 2019.

LODI, Ana Luiza Guimarães. **O papel dos bancos públicos do Brasil e da Índia no contexto da crise econômica mundial.** 2010. 154 p. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2010. Disponível em:

<<http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/286371>>. Acesso em: 01 nov. 2019.

MARTINS, Tiago Sammarco; BORTOLUZZO, Adriana Bruscato; LAZZARINI, Sergio Giovanetti. **Competição Bancária: Comparação do Comportamento de Bancos Públicos e Privados e suas Reações à Crise de 2008.** Insper Working Paper. WPE: 304/2013. 2013.

MINSKY, Hyman. **Can 'It' Happen Again?:** Essays on Instability and Finance. Armonk, Ny: M.e Sharp, 1982.

MINSKY, Hyman. **John Maynard Keynes.** Campinas - SP: Editora da Unicamp, 2011.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an Unstable Economy.** New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, Hyman. **The Financial Instability Hypothesis.** Working Paper, No. 74. Annandale-on-hudson, NY: Levy Economics Institute Of Bard College, 1992.

MODÉ, Leandro. **Com crise, Itaú lucra e empresta menos.:** O Estado de S. Paulo. 2009. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,com-crise-itauc-lucra-e-empresta-menos,366046>>. Acesso em: 05 out. 2019.

MONDENEZI, André de Melo (Org.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade:** Tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro - RJ: Elsevier, 2012. São Paulo - SP: Associação Keynesiana Brasileira.

MORA, Mônica. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. Texto para discussão 2.022. Instituto de Pesquisa Econômica - Ipea, 2015.

NORRIS, Floyd. **As Bank Profits Grew, Warning Signs Went Unheeded**: The New York Times. 2007. Disponível em:

<http://www.nytimes.com/2007/11/16/business/16norris.html?_r=1&oref=slogin>.

Acesso em: 16 nov. 2019.

NUNES, Vivian Pereira. **BB reduz taxas de juros e amplia prazo do crédito**

imobiliário: O Globo. 2009. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/bb-reduz-taxas-de-juros-amplia-prazo-do-credito-imobiliario-3197559>>. Acesso em: 15 set. 2019.

REZENDE, Felipe. **Fragilidade financeira, instabilidade e a crise brasileira**: uma abordagem Keynes-Minsky-Godley. Cidade: Hobart And William Smith Colleges; Multidisciplinary Institute For Development And Strategies; Texto Para Discussão No. 1, 2016.

REZENDE, Luiz Paulo Fontes de; SILVA, Fernanda Faria; CROCCO, Marco. **Crise e funcionalidade do sistema financeiro**. In: AL, Organização André de Melo Mondenezi Et. Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: Tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro - RJ: Elsevier, 2012. p. 105-110.

RIBEIRO, Jeferson. **Governo gastará R\$ 34 bilhões com plano de habitação**. G1. 2009. Disponível em:

<http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1057694-9356,00-GOVERNO+GASTARA+R+BILHOES+COM+PLANO+DE+HABITACAO.html>.

Acesso em: 20 ago. 2019.

RODRIGUES, Lorena. **Banco do Brasil antecipará R\$ 5 bi em crédito para agricultura**: Folha de São Paulo. 2008. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/10/451058-banco-do-brasil-antecipara-r-5-bi-em-credito-para-agricultura.shtml>>. Acesso em: 15 out. 2019.

STULZ, René M. **Credit Default Swaps and the Credit Crisis**. Journal Of Economic Perspectives, v. 24, n. 1, p.73-92, 2010.

TORRES, Ernani Teixeira. **Entendendo a crise do subprime**. Visão do Desenvolvimento, n. 50, BNDES, 2008.

TURNER, Adair. **The Financial Crisis and the Future of Financial Regulation**. The Economist's Inaugural City Lecture, 2009.

VALOR ECONÔMICO. **Com manobra fiscal, governo federal evitou descumprir LDO**. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2013/01/10/com-manobra-fiscal-governo-federal-evitou-descumprir-ldo.ghtml>>. Acesso em: 12 nov. 2019.

VALOR ONLINE. O Globo. **Recuperação deve reduzir atuação do BNDES em linhas especiais**. 2009. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/recuperacao-deve-reduzir-atuacao-do-bndes-em-linhas-especiais-3199747>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

WIKIMEDIA COMMONS CONTRIBUTORS. **File:Risk&ReturnForInvestors.svg**. 2015. Disponível em: <<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?title=File:Risk%26ReturnForInvestors.svg&oldid=155721718>>. Acesso em: 02 nov. 2019

WILLIAMS, Mark T.. **Uncontrolled Risk: The lessons of Lehman Brothers and how systemic risk can still bring down the world financial system**. Cidade: Mcgraw-hill Companies, Inc., 2010.

WRAY, L.. **Lessons from the Subprime Meltdown**. Working Paper, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-hudson, NY, n. 552, 2007.

WRAY, L.. Minsky crisis. **Working Paper**: Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-hudson, NY, n. 659, 2011.