

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
CAMPUS GOVERNADOR VALADARES
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
FACULDADE DE ECONOMIA**

MATHEUS FERNANDES LAGE SALES

**A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN MINSKY E A
CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA DE 2015-2016**

**Governador Valadares
2021**

Matheus Fernandes Lage Sales

**A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE HYMAN MINSKY E A
CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA DE 2015-2016**

Monografia apresentada ao curso de
Ciências Econômicas da Universidade
Federal de Juiz de Fora, Campus
Governador Valadares, como requisito
para obtenção de título de Bacharel em
Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Felipe Nogueira da Cruz

**Governador Valadares
2021**

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Sales, Matheus Fernandes Lage.

A Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky e a Crise Econômica Brasileira de 2015-2016 / Matheus Fernandes Lage Sales. -- 2021.

55 p.

Orientador: Felipe Nogueira da Cruz

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Campus Avançado de Governador Valadares, Instituto de Ciências Sociais Aplicadas - ICSA, 2021.

1. Crise brasileira. 2. Instabilidade financeira. 3. Teoria Pós-Keynesiana. I. Cruz, Felipe Nogueira da, orient. II. Título.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
Secretaria do ICSA do Campus GV

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
CAMPUS GOVERNADOR VALADARES
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

ATA DE DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Às 8 horas e 30 minutos do dia 10 de agosto de 2021, por webconferência, conforme Resolução N° 24/2020 do Conselho Superior (CONSU), foi instalada a banca do exame de Trabalho de Conclusão de Curso para julgamento do trabalho desenvolvido pelo(a) discente Matheus Fernandes Lage Sales, matriculado(a) no curso de bacharelado em Ciências Econômicas. O(a) Prof.(a) Felipe Nogueira da Cruz, orientador(a) e presidente da banca julgadora, abriu a sessão apresentando os demais examinadores, os professores: Lucas Pacheco Campos e Joseli Fernanda Nappi.

Após a arquição e avaliação do material apresentado, relativo ao trabalho intitulado: “A hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky e a crise econômica brasileira de 2015-2016”, a banca examinadora se reuniu em sessão fechada considerando o(a) discente:

Aprovado (a)

Reprovado (a)

Nada mais havendo a tratar, foi encerrada a sessão e lavrada a presente ata que vai assinada eletronicamente pelos presentes.

Governador Valadares, 10 de agosto de 2021.

Felipe Nogueira da Cruz

Orientador(a)

Lucas Pacheco Campos

Joseli Fernanda Nappi



Documento assinado eletronicamente por **Felipe Nogueira da Cruz, Professor(a)**, em 11/08/2021, às 09:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Matheus Fernandes Lage Sales, Usuário Externo**, em 11/08/2021, às 10:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Joseli Fernanda Nappi, Usuário Externo**, em 11/08/2021, às 14:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Lucas Pacheco Campos, Professor(a)**, em 11/08/2021, às 16:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Ufjf (www2.ufjf.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **0462339** e o código CRC **4F658D2D**.

RESUMO

Diante da crise econômica vivenciada pelo Brasil em 2015 e 2016, o presente trabalho tem como objetivo analisar esse fato histórico a partir da hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky, realizando uma revisão de literatura que estuda a situação financeira das empresas não financeiras brasileiras na década de 2010 e a atuação do governo durante o período. Para tanto, foi feita uma revisão bibliográfica da teoria keynesiana e pós-keynesiana (em especial das obras de Minsky), bem como dos principais trabalhos da academia brasileira que buscam interpretar o processo da crise no país. Neste sentido, foi feito um retrospecto de 2003 até 2016 para que se tornasse mais perceptível as alterações econômicas e sociais vivenciadas no período que possibilitaram a crise. Os resultados visualizados apontam para um processo de fragilização financeira das empresas não financeiras brasileiras nos anos 2010, com aumento do endividamento e redução das receitas. Percebe-se também que o aumento do endividamento foi, em parte, proporcionado pelas inovações financeiras do período e pelas políticas de concessão de crédito do governo, as quais viabilizaram uma mudança importante no padrão de financiamento dos agentes. Além disso, argumenta-se que a fraca atuação do governo federal para combater a crise acabou por aprofundá-la, conforme prevê a teoria pós-keynesiana. Por fim, cabe destacar que nas interpretações acadêmicas sobre a crise é notório que há maior espaço para as vertentes heterodoxas no debate econômico, em oposição à orientação neoliberal da política econômica do governo na atualidade.

Palavras-chave: Crise brasileira. Instabilidade financeira. Teoria pós-keynesiana.

ABSTRACT

In view of the economic crisis experienced by Brazil in 2015 and 2016, this paper aims to analyze this historical fact from the hypothesis of financial instability by Hyman Minsky, carrying out a literature review that studies the financial situation of Brazilian non-financial companies in the decade 2010 and the performance of the government during the period. Therefore, a bibliographical review of Keynesian and post-Keynesian theory (especially Minsky's works) was carried out, as well as the main Brazilian academic works that seek to interpret the process of crisis in the country. In this sense, a retrospective from 2003 to 2016 was made so that it would become more noticeable to improve and make social experienced in the period that made the crisis possible. The results visualized point to a process of financial weakening of Brazilian non-financial companies in the 2010s, with an increase in indebtedness and a reduction in revenues. It is also noticed that the increase in indebtedness was, in part, provided by the financial innovations of the period and by the government's credit granting policies, which enabled an important change in the agents' financing pattern. Furthermore, it is argued that a weak action by the federal government to combat the crisis ended up deepening it, as predicted by post-Keynesian theory. Finally, it is worth noting that in academic interpretations of the crisis it is clear that there is greater space for heterodox strands in the economic debate, in terms of the neoliberal orientation of the government's economic policy today.

Keywords: Brazilian crisis. Financial instability. post-Keynesian theory

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB por % (1997-2018).....	35
Gráfico 2 - Oferta de crédito no Brasil por instituições públicas e privadas – % do PIB (2008-14)	36
Gráfico 3 – Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional – em % da renda (2006-2016).....	37
Gráfico 4 – Alavancagem (dívida bruta/patrimônio líquido) das empresas brasileiras de capital aberto e fechado – em % sem Petrobras (2010-2019)	39
Gráfico 5 – Endividamento em moeda estrangeira das empresas brasileiras de capital aberto e fechado – em % da dívida total (2010-2019)	40
Gráfico 6 – Composição percentual do exigível financeiro consolidado de todas as empresas não financeiras brasileiras – em % no total (2007-2018).....	41
Gráfico 7 – Porcentagem das empresas brasileiras abertas e fechadas com relação “EBTIDA/Despesas financeiras” menor que a unidade (2010-2017)	43
Gráfico 8 – Formação Bruta de Capital Fixo no Brasil (2003-18) – índice (base 2010 = 100)44	

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 A MACROECONOMIA DE KEYNES E OS APORTES TEÓRICOS DE HYMAN MINSKY	10
2.1 “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” de John Maynard Keynes.....	10
2.2 A macroeconomia após Keynes e as contribuições de Hyman Minsky	15
2.2.1 <i>Ciclos econômicos, portfólio minskyano e o papel das incertezas</i>	17
2.2.2. <i>A teoria da instabilidade financeira de Minsky</i>	19
3 A CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA DE MEADOS DOS ANOS 2010 E SUAS INTERPRETAÇÕES	24
3.1 Antecedentes da crise: o contexto político, econômico e social do Brasil de 2003 a 2016	24
3.2 Visões da crise: breve síntese das explicações ortodoxas e heterodoxas de economistas brasileiros	29
4 RUMO A UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYANA DA CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA	34
4.1 Atuação do sistema financeiro, endividamento das famílias e a evolução do padrão de financiamento das empresas brasileiras	34
4.2 Evidências do processo de fragilização financeira das empresas brasileiras	42
4.3 A instabilidade financeira e a importância do “Grande Governo”: aprofundando a crise com a política de ajuste fiscal.....	45
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
REFERÊNCIAS	52

1 INTRODUÇÃO

Na década de 2010 a economia brasileira passou por grandes contradições que abalaram a estrutura política sólida que o presidente Lula da Silva (2003-2010) deixou para sua sucessora, Dilma Rousseff (2011-2016). Após um período de bom crescimento econômico na gestão Lula – sendo intitulado como “Milagrinho” (CARVALHO, 2018), em referência ao “milagre econômico” da década de 1970 –, evidenciado pelo aumento das exportações *de commodities* e pelas políticas socioeconômicas, o Governo Federal atuou de forma incisiva para combater os efeitos da crise internacional de 2007-2008. Ao final da primeira década do século XXI, o Brasil apresentava um crescimento de 7,5% do PIB¹ e era respeitado internacionalmente pelo combate à crise². No entanto, Dilma não foi capaz de obter o mesmo sucesso econômico, muito pelo contrário, sua gestão foi marcada por retração econômica, escândalos políticos e um processo de *impeachment*.

A crise econômica de 2015 e 2016, que assolou milhares de brasileiros e trouxe importantes impactos para a sociedade brasileira, foi amplamente estudada e debatida por diversos campos do saber, dentre os quais, político, social e econômico. Por tratar-se de uma crise complexa, que não engloba somente um fator desencadeador, mas sim propulsada por diversos motivos, não é negada a complexidade de estudo e compreensão dessa temática.

Nesse sentido, o presente trabalho tem como objetivo geral analisar esse fato histórico a partir da hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky. Especificamente, busca-se: (i) resgatar as contribuições teóricas de John Maynard Keynes e os avanços empreendidos, a partir delas, por Hyman Minsky, com destaque para a sua hipótese da instabilidade financeira; (ii) identificar os antecedentes da crise econômica de 2015-2016, bem como as interpretações ortodoxas e heterodoxas de economistas brasileiros; (iii) descrever o desempenho financeiro das empresas no Brasil nos anos 2010; e (iv) avaliar a atuação do Governo no quadro da crise. Parte-se da hipótese de que houve um processo de fragilização financeira das empresas brasileiras, conformando um importante motor das dificuldades econômicas observadas no período.

¹ Informação disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2011/03/110303_pib_2010_rp. Acessado em: 01/07/2021.

² Informação disponível em: https://www.rtp.pt/noticias/mundo/obama-telefona-a-lula-para-elogiar-papel-do-brasil-na-saida-para-a-crise_n150434. Acessado em: 01/07/2021.

Para tanto, foi realizada uma revisão da literatura que se debruça sobre o desempenho financeiro das empresas não financeiras brasileiras, com base em informações como a porcentagem de alavancagem utilizada pelas empresas, o endividamento em moeda estrangeira e suas consequências frente à desvalorização do real após 2015, a composição percentual do exigível financeiro das empresas, dentre outras variáveis que sinalizam o comportamento desses agentes durante o período.

Os dados foram coletados nas bases do Banco Central do Brasil (BCB), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) e, principalmente, de relatórios do Centro de Estudos de Mercados de Capitais (CEMEC).

Também foi avaliada a evolução do sistema financeiro nacional, bem como seu papel no financiamento dos agentes econômicos (famílias e empresas não financeiras). Mesmo com o foco do trabalho sendo a crise perpassada entre 2015 e 2016, os dados foram analisados em sua maioria a partir de 2003, para que houvesse melhor compreensão do histórico econômico brasileiro até o momento da crise e por considerar que as políticas econômicas de Lula e Dilma se interligam.

Utilizou-se como escopo teórico e metodológico as interpretações pós-keynesianas de comportamento dos agentes em uma “economia monetária da produção”. Nesse sentido, o presente trabalho ancora-se na “visão de mundo” desenvolvida por John Maynard Keynes a partir de sua principal obra, “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, e de demais trabalhos complementares do autor, além da “Hipótese da Instabilidade Financeira” desenvolvida por Hyman Minsky, de acordo com a noção de ciclos econômicos.

A opção pela abordagem pós-keynesiana deve-se ao fato desta corrente do pensamento econômico estar associada aos critérios de interpretações de crises econômicas, identificação dessas, bem como da atuação do governo para a retomada do crescimento econômico. No contexto da crise financeira mundial de 2007-2008, e da dificuldade da corrente ortodoxa em prever e combatê-la, as abordagens heterodoxas, dentre elas a pós-keynesiana, obtiveram, ainda que temporariamente, maior recepção entre os economistas (SANTOS, 2011).

Além disso, foi feita uma revisão bibliográfica sobre as principais interpretações da crise de economistas brasileiros, com o intuito de identificar as diferentes visões acerca do fenômeno. Para tanto, recorreu-se a textos de economia brasileira, macroeconomia, economia monetária e financeira disponibilizados no Portal de Periódicos Capes (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior).

Vale destacar que a teoria minskyana possui uma limitação teórica, tendo mérito em definir o processo de fragilização financeira e econômica vivenciado pelo país, mas sendo incapaz de debater outros aspectos que foram fundamentais para a crise brasileira de 2015 e 2016, como as questões políticas e sociais.

Além desta introdução e das considerações finais, o presente trabalho é dividido em mais três seções – chamadas de capítulos. Na segunda seção são discutidas as principais obras de Keynes e Minsky que servem como aporte teórico e metodológico para este estudo. A terceira seção faz uma retomada dos principais fatos que caracterizaram a economia brasileira entre 2003 e 2016, além de identificar as principais interpretações da crise de 2015 e 2016 feitas por economistas brasileiros, demarcando quatro correntes econômicas principais no debate: neoclássica, pós-keynesiana, desenvolvimentista e marxista. A quarta seção traz um estudo descritivo de importantes variáveis financeiras, tanto do sistema financeiro nacional, bem como da composição das finanças das empresas não financeiras brasileiras e do grau de endividamento dessas; nessa seção é apresentada também a análise da atuação do governo durante a crise de 2015 e 2016 e como isso afetou-a.

2 A MACROECONOMIA DE KEYNES E OS APORTES TEÓRICOS DE HYMAN MINSKY

Apesar de ser considerada uma das ciências mais jovens, a economia passou ao longo dos últimos séculos por diversas transformações analíticas e teóricas e segue em constante construção. Nesse sentido, o século XX pode ser considerado fundamental para a construção de um novo escopo metodológico a partir da nova visão de mundo desenvolvida por John Maynard Keynes. Dada a importância dos novos conceitos postulados pelo economista inglês, este capítulo tem por objetivo fazer uma síntese dos principais temas defendidos pelo autor, bem como apresentar os conceitos que os economistas posteriores a Keynes inovaram ou continuaram aperfeiçoando a partir de seus ideais.

Este capítulo é dividido em duas subseções. Na primeira, discute-se a teoria macroeconômica desenvolvida por Keynes, principalmente a partir de sua obra mais importante: “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”. Após isso, a segunda subseção traz as inovações formuladas pelas escolas que incorporaram o escopo analítico de Keynes, em especial a teoria pós-keynesiana, com destaque para os aportes teóricos de Hyman Minsky, apresentados nas subseções 2.2.1 e 2.2.2.

2.1 “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” de John Maynard Keynes

Em 1929, o mundo vivenciou o que é considerada a maior crise da história do capitalismo. Nesse contexto, a teoria econômica liberal (ou economia clássica³), que naquele momento era vigente na academia, sofreu um profundo abalo, por não ter sido capaz de prever tamanha tragédia e de ter tido dificuldades, já na década de 1930, de encontrar soluções para a retomada econômica. A partir disso, John Maynard Keynes, que naquela época atuava como professor de economia em Cambridge e já possuía grande respeito na sociedade inglesa, tendo inclusive ocupado cargos de importância no Governo, escreveu, em 1936, sua obra principal: A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.

Keynes foi capaz de revolucionar a ciência econômica com sua teoria, uma vez que rompeu com a visão metodológica (neo)clássica do positivismo lógico. Dessa forma, seu

³ Na verdade, a teoria econômica dominante nas primeiras décadas do século XX era a neoclássica. Keynes enquadra os neoclássicos no grupo dos clássicos, uma vez que ambos os grupos partem do pressuposto de que a lei de mercados de Jean-Baptiste Say é válida.

modelo econômico distancia-se do racionalismo e do empirismo como propulsores teóricos, pois considera que o objeto a ser investigado é incerto, algo a ser vivenciado pelas próprias decisões humanas e não um dado estatístico pré-existente de acordo com experiências passadas (CORAZZA, 2009, p. 129). Dessa forma, destaca-se a inclusão da incerteza na análise econômica, essa como algo não exato e impossível de ser calculado, de modo a influenciar a tomada de decisão dos agentes, dadas as expectativas sobre o futuro. A ciência econômica seria, portanto, uma ciência de cunho moral, com agentes inconstantes e que se moldam de acordo com a realidade e com as condições futuras. Ademais, Keynes considera que o investimento é a variável principal de uma economia capitalista, sendo a formação bruta de capital fixo responsável pelo crescimento econômico de um país.

No capítulo 3 da Teoria Geral, Keynes começa a formular sua teoria sobre a determinação do volume de emprego, entendida como “geral” por ser capaz de lidar com qualquer nível de emprego, e não apenas com o “pleno emprego” como suposto pela teoria (neo)clássica. O autor afirma que os empresários irão contratar uma quantidade de funcionários de acordo com as expectativas futuras de produção e lucro; o volume do emprego depende do nível de receita que os empresários esperam receber da correspondente produção. Os empresários possuem o objetivo de equilibrar o nível de emprego ao patamar que maximizam a diferença da receita e do custo dos fatores de produção, ou seja, o empresário busca gerenciar a produtividade da empresa de modo a maximizar seu lucro. Quanto a esses custos, Keynes afirma que o empresário terá dois tipos distintos de gastos. O primeiro são os custos de fatores do emprego, relacionado ao montante pago aos fatores de produção pelo serviço prestado; o segundo são os custos de uso, ou seja, o valor pago aos demais empresários pelos insumos comprados para a produção e o gasto em se utilizar as suas próprias máquinas durante o processo.

Considerando que a relação entre o preço de oferta agregada resultante do emprego de n pessoas se dá pela função da oferta agregada e a relação entre o produto que os empresários esperam receber do emprego dessas n pessoas seja a função da demanda agregada, “o volume de emprego é determinado pelo ponto de interseção da função da demanda agregada e da função da oferta agregada, pois é neste ponto que as expectativas de lucro dos empresários serão maximizadas” (KEYNES, 1996, p. 60). O valor da interseção dessas duas funções é chamado de “demanda efetiva”.

A partir da teoria do emprego, Keynes aponta uma relação entre emprego, renda agregada e consumo. Quando o nível de emprego se eleva, aumenta também a renda real agregada, o que, conseqüentemente, leva ao aumento do consumo agregado, mas com

intensidade menor do que o incremento da renda. Isso ocorre devido à chamada “lei psicológica fundamental” em que, dada a propensão marginal a consumir, os agentes optam por poupar parte de suas rendas para se garantirem de eventuais contratempos e/ou para elevar seu consumo no período futuro; nesse caso, o investimento atuaria para absorver o excesso de produção. Assim, não só a eficiência marginal do capital, mas também a taxa de juros influencia o nível de investimento do agente (KEYNES, 1996, p. 62).

Segundo Keynes, a eficiência marginal do capital é parte fundamental para a tomada de decisão dos investidores. Assim, é possível fazer uma análise micro das decisões individuais dos agentes econômicos, no que tange aos investimentos em bens de capital, a utilização desses bens e os investimentos financeiros (REZENDE, 2016, p. 8). Se a taxa de juros for maior do que a eficiência marginal, o empresário não é incentivado a investir, pois o retorno da aplicação financeira seria maior do que o lucro esperado pelo investimento. Portanto, a taxa de juros possui a função de fixar um limite ao volume de emprego, ou seja, delimita-se o ponto ótimo da eficiência marginal de um bem de capital de modo que se torne atrativo produzi-lo (KEYNES, 1996, p. 219). Por conta disso, a eficiência marginal do capital pode ser considerada como a taxa que iguala o preço de demanda e de oferta do ativo em que o primeiro seria o valor presente de todos os fluxos de renda que o empresário pretende receber com a posse daquele capital, corrigidos para valores presentes, e o segundo seria o preço para se produzir aquele capital.

Na economia capitalista, dada a existência de incerteza, as decisões tomadas pelos agentes possuem como base as expectativas futuras, abrindo espaço para decisões econômicas errôneas por parte dos agentes (DATHEIN, 2000, p. 117). O empresário, segundo Keynes, possui uma visão temporal, agindo de acordo com suas expectativas sobre o futuro e não somente por uma relação alocativa entre funcionários e produção, por exemplo, com visão maximizadora de lucros curto-prazista, como postulado pela escola (neo)clássica.

Dentro dessa perspectiva, percebe-se que a expectativa de lucros futuros dita a tomada de decisões no presente, ou seja, o investidor analisa se será rentável fazer um investimento no presente dadas as projeções do futuro de seus lucros e da taxa de juros:

If an entrepreneur expects the price in which she can sell the output to rise then it is rational not to operate the plant today. If the entrepreneur decides to operate the plant today and prices, in fact, rise then the entrepreneur incurs losses. Thus, expectations are introduced in the supply price because the investor always have to take into account the potential profit or loss that s/he

can make by deciding to operate the plant or not operate the plant. (REZENDE, 2016, p. 12)⁴

Keynes acredita que a moeda possui papel essencial na tomada de decisões incluindo as questões de rentabilidade e de liquidez em sua análise. Os detentores de riquezas podem optar pelos ativos mais líquidos – dentre eles a moeda, que detém maior liquidez –, ainda que eles sejam menos rentáveis do que outros ativos. Isso acontece por conta do fator incerteza, em que não é possível definir as condições de mercado futuras, como, por exemplo, a taxa de juros; os agentes podem optar por manter uma margem de segurança, a mais líquida possível, mesmo que com isso não recebam um “juro” por poupá-la, de modo a atenuar situações inesperadas. Nesse sentido, Keynes (2010) afirma que a taxa de juros é estabelecida de modo que os detentores de riquezas considerem iguais as características de atração de conservar moeda em sua forma líquida (e sem rentabilidade) e de emprestar esse excedente monetário.

Ademais, o fator especulativo entra nesse cenário, uma vez que os agentes possuem diferentes visões sobre o futuro das taxas de juros. Assim, “aquele possuidor de riqueza que acredita na subida das taxas de juros – e queda dos preços dos títulos – o baixista, tende a permanecer na moeda. Já aquele que aposta na queda das taxas de juros – e aumento dos preços dos títulos – o altista, compra títulos” (CARNEIRO, 2018, p. 10). Conclui-se com isso que a taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. O “preço” na verdade é o equilíbrio entre o desejo de manter liquidez e a quantidade de moeda disponível (KEYNES, 1996, p. 175). Isso, aliado à preferência pela liquidez, segundo Keynes, seriam os fatores determinantes da taxa de juros. Assim, o prêmio de liquidez⁵ determina a taxa de juros viável para a obtenção do financiamento (KEYNES, 2010, p. 68).

Para Keynes existem três situações ou motivos que fazem com que o indivíduo opte pela liquidez da moeda: (i) para transações correntes e diárias, (ii) para se precaver de situações adversas, (iii) e com o propósito especulativo. A intensidade das duas primeiras situações se dará a partir do custo e da segurança dos métodos para se obter dinheiro em caso de necessidade, pois não é preciso conservar dinheiro ocioso para assegurar os intervalos se é possível obtê-lo sem dificuldade no momento oportuno (KEYNES, 1996, p. 198). Por outro lado, Keynes

⁴ “Se um empresário espera que o preço pelo qual pode vender a produção aumente, é racional não operar a fábrica hoje. Se o empresário decidir operar a fábrica hoje e os preços, de fato, subirem, ele incorrerá em perdas. Assim, são introduzidas expectativas no preço de oferta porque o investidor deve sempre levar em consideração o lucro ou prejuízo potencial que ele pode ter ao decidir operar a planta ou não.”

⁵ O prêmio de liquidez pode ser entendido como o “retorno” (não monetário) na forma de flexibilidade diante de mudanças inesperadas no sistema econômico (CARVALHO, 2020).

completa que a intensidade da demanda por moeda para o propósito especulativo varia conforme a taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos.

Keynes aponta que os bens ou ativos possuem três atributos com graus diferentes, considerando esses bens/ativos medidos em termos de si mesmos: (i) as *quase-rendas* ou *rendimentos esperados*, q ; (ii) o *custo de manutenção*, c , para se manter o bem ou simplesmente sua depreciação ao longo do tempo; e (iii) o *prêmio de liquidez*, l . Dessa forma, o resultado ou a retribuição esperada pela posse de um determinado bem/ativo durante certo período é representado pela subtração do custo de manutenção ao rendimento somado ao prêmio de liquidez ($q - c + l$). Em resumo, $q - c + l$ define a taxa específica de juros de um determinado bem, na qual q , c , e l são medidos em unidades de si mesmos como padrão (KEYNES, 1996, p. 222).

Assim, a moeda se difere dos demais bens, como de capital ou estoques, uma vez que possui rendimento nulo, custo de manutenção desprezível e um alto prêmio de liquidez, ao passo que os demais normalmente possuem altos índices de rendimento ou de custo de manutenção e baixo prêmio de liquidez; essas características fazem da moeda o ativo mais desejado em uma economia capitalista e, conseqüentemente, o mais líquido. Essa liquidez é assegurada já que a moeda funciona como o único meio de pagamento de uma sociedade capitalista.

Considerando que a taxa de juros de um ativo fixo (uma casa, por exemplo) é q_1 , já que c e l são nulos para esse bem, a de um ativo circulante (soja, bicicletas, computadores) é $-c_2$, com q e l nulos, e a taxa de juros da moeda é l_3 , em que q e c são nulos; e considerando a moeda como padrão de medida de modo que a porcentagem de valorização ou depreciação dos ativos fixo e circulante seja, respectivamente, a_1 e a_2 , $a_1 + q_1$ é a taxa monetária do ativo fixo, $a_2 - c_2$ é a taxa monetária do ativo circulante e l_3 é a taxa monetária de juros sobre a moeda. Dados os atributos de cada bem, subentende-se como taxa monetária de juros do bem “uma medida do rendimento total do ativo, o que inclui não apenas seus rendimentos monetários explícitos, como também o rendimento implícito que a maior ou menor liquidez do ativo proporciona para seu possuidor” (CARVALHO, 2020, p. 17).

Naturalmente, os agentes demandarão mais aquele ativo que possuir a maior taxa monetária e os produtores buscarão aumentar a oferta do bem que possuir alta eficiência marginal, até que todas as taxas monetárias de juros estejam em equilíbrio. Enquanto houver aumento da produção de um bem, as taxas específicas de juros desse decrescem até o momento em que regridem para abaixo da produção vantajosa [alta eficiência marginal], até chegar ao

ponto em que a taxa se fixe acima da eficiência marginal de qualquer bem (KEYNES, 1996, p. 224), sendo paralisada sua produção.

Considerando esses fatores, Keynes busca entender o que faz com que a moeda seja considerada como padrão de valor em uma economia capitalista. O economista afirma que a moeda possui certas características peculiares que fazem com que sua taxa específica de juros seja mais resistente à baixa do que qualquer outro bem, mesmo quando a produção se eleva. A primeira característica é a elasticidade de produção praticamente igual a zero, uma vez que não é cabível aos agentes econômicos produzirem-na. A segunda característica da moeda, por outro lado, é que ela possui elasticidade de substituição próxima a zero, ou seja, não há incentivo para substituí-la por outro fator, mesmo que seu valor de troca se eleve.

Por conta disso, um dos tópicos fundamentais para a análise de uma economia capitalista é a importância da moeda sobre os mercados e a sua influência na tomada de decisões. Nesse sentido, Keynes é um dos pioneiros em afirmar que, de fato, a moeda não é neutra. Em períodos recessivos, os agentes tendem a elevar as demandas por ativos mais líquidos – a moeda entra nesse caso como importe ativo para se refugiar da incerteza – e acabam por reduzir o consumo e o investimento (DATHEIN, 2000, p. 120). Em outras palavras, “na economia monetária da produção, que é o objeto central de análise da obra de Keynes, as flutuações, a insuficiência da demanda efetiva e a propensão permanente ao desemprego derivam da especulação na circulação financeira” (CARNEIRO, 2018, p. 7). Pode-se considerar, a partir disso, que o bom funcionamento da área financeira não depende exclusivamente de políticas monetárias e fiscais, mas também da regulamentação estatal e do controle do poder dos rentistas.

2.2 A macroeconomia após Keynes e as contribuições de Hyman Minsky

Os ensinamentos de Keynes revolucionaram o modo de pensar a economia ao longo do século XX. A partir de sua ruptura com o modelo (neo)clássico, uma série de outros economistas começaram a desenvolver e acrescentar teorias às formuladas pelo inglês. Pode-se considerar três vertentes que incorporaram, ainda que parcialmente, o escopo analítico keynesiano: a síntese keynesiano-neoclássica, o novo-keynesianismo e o pós-keynesianismo.

Dentre essas, a que se manteve mais fiel aos princípios da Teoria Geral foi a escola pós-keynesiana. Oreiro (2011) evidencia em seu trabalho que tal escola pode ser dividida em duas vertentes distintas, porém, de certa forma, complementares. A primeira linha ficou conhecida como “Escola de Cambridge” por ser composta majoritariamente por economistas dessa

universidade, localizada na Grã-Bretanha, com destaque para Roy Harrod, Evsey Domar, Nicholas Kaldor, Luigi Pasinetti e Joan Robinson. “O foco de análise dessa escola é a teoria do crescimento e da distribuição de renda, que se utiliza de modelos formais com solução analítica fechada (‘solução de equilíbrio’)” (OREIRO, 2011, p. 285).

A segunda linha, por outro lado, chamada de “keynesianismo fundamentalista”, foca seus estudos em temas como a relação do tempo, da incerteza e da moeda sobre a dinâmica das economias capitalistas, rejeitando a noção de equilíbrio. Essa vertente é claramente uma crítica à síntese neoclássica, uma vez que esta última permite em sua teoria momentos em que o ponto de equilíbrio não se relaciona com a situação de pleno emprego, devido a fatores que garantem a rigidez da economia e, conseqüentemente, o conservadorismo em alterar preços e salários de acordo com a “necessidade” do mercado (OREIRO, 2011, p. 287). Destacam-se na vertente fundamentalista Paul Davidson e Hyman Minsky.

Os autores pós-keynesianos não só criticavam a síntese neoclássica como também a escola novo-keynesiana, uma vez que esta última recorre à rigidez de salários e preços para explicar os motivos para situações de desemprego. De maneira complementar, Dathein (2000) mostra que essas vertentes (síntese neoclássica e escola novo-keynesiana) consideram a Teoria Geral como uma teoria específica, e, por isso, não são fiéis ao escopo keynesiano, considerando, por exemplo, o desemprego como um desequilíbrio de curto prazo. O autor acrescenta que:

Para a teoria pós-keynesiana, como uma derivação de sua análise sobre as expectativas e a incerteza, não existe uma tendência ao equilíbrio no longo prazo, ou um centro de gravidade. Isto coloca, para o funcionamento adequado de uma economia empresarial, a necessidade de âncoras monetárias e institucionais para reduzir os efeitos da incerteza. Estas âncoras aumentam a previsibilidade e permitem a organização do processo produtivo, neutralizando conflitos e melhorando as expectativas. Ou seja, a incerteza não gera somente instabilidade, mas também rotinas ou regras práticas baseadas no aprendizado, por exemplo. (DATHEIN, 2000, p. 122)

Assim, Oreiro (2011) acrescenta que, inspirada na visão de análise científica de modelos analíticos de Schumpeter, essa segunda vertente pós-keynesiana – a fundamentalista – acreditava que Keynes havia desenvolvido uma nova visão de mundo, diferente da seguida pela escola (neo)clássica, dominante até a década de 20 do século XX.

Essa nova visão de mundo pós-keynesiana estaria sintetizada na ideia de “economia monetária da produção”, a qual “se aplica a uma economia em que os agentes se organizam para produzir e onde os bens sejam distribuídos por meio de relações de mercado entre as unidades independentes” (CARVALHO, 2020, p. 70), sendo possível segregar esses agentes em três grupos fundamentais (empresas, famílias e bancos). A economia monetária, ou empresarial, é bem definida a partir de seus seis princípios fundamentais, os quais são: de

produção, de estratégia dominante, de temporalidade, de incerteza, de coordenação e de propriedades da moeda⁶. Dessa forma, os adeptos do keynesianismo fundamentalista utilizam essa nova visão de mundo desenvolvida nas obras de Keynes como ponto de partida para suas proposições teóricas (OREIRO, 2011, p. 291), com base nos axiomas da não neutralidade da moeda, da não ergodicidade⁷ e dos contratos monetários.

2.2.1 Ciclos econômicos, portfólio minskyano e o papel das incertezas

Um dos principais autores da escola fundamentalista – se não o principal – foi Hyman Minsky. Esse economista buscou desenvolver sua teoria com base nesse “novo mundo” formulado por Keynes. Percebe-se nos casos supracitados que o objeto de estudo de Keynes é centrado no aspecto monetário da economia capitalista. Por outro lado, Minsky apresenta um avanço teórico em relação a Keynes, ao focar na questão do financiamento que gera os investimentos.

Ao debater uma unidade econômica (empresas financeiras e não financeiras, indivíduos, governo, etc.), Minsky apresenta que é possível analisar sua característica a partir do estudo do *portfólio* desse agente, que segundo o autor é caracterizado pelo “conjunto de ativos tangíveis e financeiros que possui e os passivos financeiros sobre os quais tem obrigações” (MINSKY, 2011, p. 92). Esses ativos e passivos vão se diferenciar por um fator determinante para a empresa ou indivíduo que os possua: sua capacidade de gerar fluxo de caixa. O valor do fluxo de caixa pode variar por diversos motivos tais como seu prazo, situação momentânea da economia, a sua confiabilidade, dentre outros fatores. Assim, percebe-se que o autor afirma que os agentes ficam à mercê das condições de mercado, no que tange às condições de financiamento e de compra e venda de ativos e ações. Uma empresa, portanto, não depende

⁶ O “princípio da produção” defende que as empresas não possuem o objetivo de gerar utilidade para o empresário, mas sim um único propósito de gerar lucros; o “princípio da estratégia dominante” se refere à importância das empresas na dinâmica capitalista em que estas ditam os níveis de poupança e investimento de acordo com seu nível de investimento; o “princípio da temporalidade” dita os processos econômicos com base em um planejamento futuro, tanto de expectativas de demanda, quanto da duração dos processos produtivos; o “princípio da incerteza” diz que as experiências passadas serão fundamentais para ditar as expectativas futuras, com base nas situações já vivenciadas; o “princípio da coordenação” mostra não só a divisão social do trabalho dentro de uma firma ou na sociedade, mas também a divisão entre as empresas, desde a extração de matérias primas, passando pela produção de bens intermediários até que se chegue na produção de bens finais ou de vendas; e o “princípio das propriedades da moeda” é fundamental para o funcionamento da dinâmica capitalista uma vez que a moeda, através de suas propriedades econômicas, possibilita a validação de contratos monetários (CARVALHO, 2020).

⁷ Um sistema ergódico é representado pela possibilidade de se prever o futuro através de cálculos estatísticos a partir do que foi vivenciado no passado.

exclusivamente da sua capacidade de oferta de um bem ou da sua capacidade em adquirir mão de obra e insumos (MINSKY, 2011, p. 93).

Dessa forma, diferente de Keynes, Minsky considera que cada unidade econômica é caracterizada por seu *portfólio*, cada qual com suas especificidades. Outra diferença importante do *portfólio* de Minsky, relativamente ao de Keynes, está na introdução de um custo de manutenção (juros a ser pago, por exemplo). Empresas que possuem bom fluxo de caixa são capazes de proporcionar financiamento interno e não depender de fontes externas de financiamento; isso, contudo, não é válido para todas as situações. Para essas empresas, deve-se considerar a capacidade de se adquirir um financiamento que, assim sendo, “depende dos custos de mão de obra e de taxas de juro de curto prazo, da função da demanda para o investimento derivada dos preços dos bens de capital, assim como da estrutura percebida e das condições de financiamento” (MINSKY, 2009, p. 261).

O fator de projeções futuras também é incluído na análise minskyana, inserido no objeto da incerteza. Mesmo sendo possível obter uma estimativa do futuro, este sempre se encontrará incerto e, portanto, o acerto de um *portfólio* só poderá ser determinado mais adiante (DEOS, 1998; MINSKY, 2009). Nesse caso, Minsky acrescenta que o lucro atual deve cobrir não só as despesas correntes, mas também os investimentos feitos no passado, já que foram feitos a partir de uma dívida. Ao se optar por fazer um investimento ou um financiamento de longo prazo, o elemento especulativo proveniente da incerteza é fundamental para a tomada de decisão de assumir tal dívida. Percebe-se que por se tratar de um ciclo, no presente a empresa busca analisar potenciais investimentos futuros ao mesmo tempo que lida com as receitas e dívidas dos investimentos passados. Por conta disso, ao se efetuar um financiamento de longo prazo a empresa deve estar atenta ao comprometimento financeiro que esse pode acarretar no futuro devido à variação existente no mercado, tanto no que se refere à taxa de juros quanto à receita esperada.

Como discípulo de Keynes, Minsky assume a não neutralidade da moeda e também defende que os agentes optarão sempre que possível pela segurança que a posse de moeda provém. Por esse motivo, a moeda afeta o preço dos ativos, de modo a variar de acordo com a disposição do agente em sustentar certo nível de liquidez para se precaver da incerteza (MINSKY, 2011, p. 102). “Em um mundo com incerteza, os *portfólios* são necessariamente especulativos. A demanda por moeda como reserva de valor existe porque num mundo em que a especulação não pode ser evitada – onde decidir é apostar – a moeda não é estéril” (MINSKY, 2011, p. 100). Percebe-se que, segundo Minsky, os agentes desejam estar em posse de moeda, pois esta é o ativo mais seguro dentre todos os existentes. Ademais, a moeda possui liquidez

imediate, sendo mais atrativa para os agentes durante momentos recessivos ou cautelosos, mesmo havendo ações e títulos mais rentáveis para se investir. Por outro lado, durante fases de euforia e *booms*, os agentes arriscam mais e tendem a optar por mais rentabilidade em detrimento da liquidez.

2.2.2. A teoria da instabilidade financeira de Minsky

Para Minsky (2009, 2011), o objeto de análise fundamental para se entender o processo dinâmico da economia capitalista passa pela composição do *portfólio* de um agente, bem como pela quantidade da renda reservada para o pagamento de dívidas financeiras (juros e principal sobre passivo). Em um cenário favorável, os agentes são capazes de arcar com seus compromissos financeiros e a economia segue seu fluxo normalmente; essas empresas que são capazes de pagar seus compromissos financeiros de curto prazo podem ser caracterizadas por estarem na posição *hedge*. Ou seja, nesta posição, os rendimentos esperados são suficientes para fazer frente aos compromissos das empresas.

Contudo, em determinados períodos, as empresas podem chegar ao patamar onde as dívidas são maiores do que as receitas no curto prazo. Isso pode ocorrer quando as receitas futuras são bem menores do que o valor projetado; e quando há inadimplência por parte dos devedores (MINSKY, 2009). Nesse momento, as empresas estão na fase *especulativa*; nessa fase, os rendimentos esperados da empresa no curto prazo são suficientes para fazer frente apenas aos juros e, por isso, será necessária uma rolagem de dívida, de modo que com um cenário mais favorável no futuro, as contas sejam pagas. Percebe-se que é primordial para essa empresa que haja uma melhoria no caixa gerado no futuro para que ela possa retornar a um patamar financeiro mais saudável.

Se caso a situação favorável não venha e seja a hora de pagar as dívidas, a empresa se vê em uma situação bastante frágil. A empresa, nesse momento, se enquadra no sistema *Ponzi*, uma situação extrema em que os rendimentos esperados são insuficientes para fazer frente até mesmo aos juros dos compromissos financeiros e a dívida aumenta, sendo necessário o refinanciamento ou a venda de ativos para o pagamento dos compromissos. Para que a empresa seja capaz de sair desse sistema seria necessário, além do refinanciamento das dívidas, a redução das taxas de juros ou um aumento expressivo das vendas; caso isso não seja possível, é bem provável que a empresa vá à falência.

Em momentos de prosperidade econômica, as instituições financeiras buscam inovar suas possibilidades de criar dinheiro, para que seja possível a ampliação do crédito para os agentes interessados no financiamento (MINSKY, 2009, p. 253). Percebe-se, nesse caso, a importância do sistema financeiro na economia, haja visto que as inovações financeiras são endógenas à economia capitalista, principalmente nos períodos de crescimento.

Esse período positivo pode ser caracterizado pela predominância de empresas que compõem o sistema *hedge*, de modo que, nessa fase, as empresas tendem a assumir mais riscos – devido a demandas positivas e a gama de possibilidades de financiamento – fazendo com que esse forte dinamismo encaminhe uma economia bem estruturada para um processo de fragilidade financeira, podendo este ser considerado um fenômeno endógeno à essa dinâmica (MINSKY, 2009, p. 291). A especulação, caso positiva, se torna algo desejado pelos agentes, uma vez que é capaz de elevar seus ativos monetários:

Em um mundo com bolsa de valores, esse tipo de especulação bem-sucedida por parte das empresas resulta em uma valorização de suas ações. Em uma economia capitalista moderna, o bem estar dos tomadores de decisão de uma empresa está atrelado ao fato de a propriedade, os bônus de subscrição ou os bônus de ações ordinárias da empresa estarem indo bem. Assim, a especulação bem-sucedida na aquisição de ativos reais [...] é um objetivo da administração empresarial. (MINSKY, 2011, p. 114)

Assim, o sucesso especulativo de uma empresa, eleva suas ações no mercado financeiro e, conseqüentemente, o preço da empresa, atenuando o valor da dívida em relação ao “tamanho” da empresa. Minsky defende que isso é um sinal para os banqueiros de que essa empresa poderá emitir mais dívidas. Essa possibilidade de novos investimentos se dará principalmente a partir das inovações financeiras as quais farão com que a economia se expanda para um ponto superior ao inicial, mas que irá extrapolar o ponto de equilíbrio do pleno emprego (MINSKY, 2009, p. 253).

Por conta desse fator, durante períodos prósperos, os recebedores de dividendos elevam o consumo, o que conduz a um novo aumento dos lucros. A relação entre lucros e consumos financiados por receitas sobre lucros é um fator que contribui para uma elevação na fragilidade. Isso acontece, pois, os empresários, vendo a situação mais favorável no presente, aceitam assumir maiores riscos financeiros e, conseqüentemente, se endividam mais. Dado que essas dívidas são de longo prazo, no futuro isso poderá acarretar em um problema, uma vez que o cenário favorável poderá ter se alterado. A empresa, por exemplo, será obrigada a vender seus ativos, pois em um momento de expansão da capacidade de produção os compromissos podem se tornar maiores do que as receitas; nesse caso, basta a venda de ativos e estoques ou o parcelamento da dívida para solucionar esse problema momentâneo. A situação se agrava,

contudo, se tais atitudes não forem suficientes para quitar os vencimentos de curto prazo, sendo necessário o refinanciamento via emissão de uma nova dívida. Desse modo, torna-se impraticável a estabilidade econômica por muito tempo e o pleno emprego nessa economia, pois há forças endógenas que naturalmente desestabilizam uma economia em expansão (MNSKY, 2009, p. 254).

As inovações financeiras alteram a estrutura do mercado, o que de fato é um processo natural do mercado, uma vez que bancos e demais instituições financeiras buscarão sempre ampliar e desenvolver seus *portfólios*, com o objetivo de almejar maiores lucros. Por esse motivo, em períodos de prosperidade é natural que os bancos reduzam suas margens de segurança. “A hipótese central do trabalho de Minsky é de que o nível de endividamento bancário é cíclico, o que confere ao investimento padrão semelhante e elimina quaisquer possibilidades de se conceber a trajetória das modernas economias capitalistas como estáveis” (DEOS, 1998, p. 17).

Por parte do devedor, a partir do momento em que o financiamento via fontes externas assumir grandes proporções dentro da totalidade do financiamento, considera-se que essa unidade passa pela fase especulativa, momento em que ainda possui as finanças controladas, mas dentro do limite operacional. Empresas que estão no sistema especulativo sabem dos riscos que estão tomando e assumem esses prejuízos de curto prazo, pois acreditam que no longo prazo esse quadro se reverterá. Contudo, nessa fase a fragilidade atinge um nível que qualquer alteração no mercado, tais como elevação da taxa de juros ou queda nas receitas, por exemplo, leva o agente para um ponto ainda mais delicado: o sistema Ponzi. Nesse momento, a empresa possui gastos muito superiores às suas receitas de modo que a única maneira de solucionar esse problema é através de um novo financiamento, aumento das dívidas, ou forte queima de estoques.

Isso ocorre, segundo Deos (1998) por três motivos distintos: (i) o aumento nas taxas de juros eleva a relação entre compromissos financeiros e o retorno da firma; (ii) porque uma elevação nas taxas de juros levará a uma elevação no valor dos passivos e a uma queda proporcionalmente maior no valor dos ativos; (iii) porque uma deterioração da estrutura do endividamento pode acarretar numa rápida mudança do ponto de vista do mercado e deixá-lo mais avesso ao risco.

Portanto, quando a empresa se encontra em um sistema especulativo ou Ponzi, a única forma de se manter será se desfazendo de parte de seu ativo, seja vendendo bens ou títulos de dívida, para que seja possível adquirir caixa para quitar suas dívidas (MINSKY, 2009, p. 283). Por outro lado, empresas que conseguem honrar seus compromissos em dia, sem a necessidade

de rolagem de dívidas ou financiamento externo, as *hedge financing*, detêm uma vantagem especial com relação às demais, uma vez que não possuem grandes dívidas de curto prazo, ou seja, não são dependentes das condições de mercado de bens – ao passo que as especulativas e Ponzi são –, sendo que somente uma crise no mercado agravará sua saúde financeira.

É inegável que as empresas necessitam de fontes de financiamento externo e que seria praticamente impossível sobreviver em um cenário sem instituições fornecedoras de crédito. O grande problema, segundo Minsky, é que em um ciclo econômico, a fase áurea pode deixar o cenário tão propício para os investimentos que essa própria boa fase do capitalismo traz uma onda de incertezas posteriores:

Um aumento notável na fragilidade de uma economia ocorre quando há um *boom* de investimentos financiados externamente. As relações financeiras asseguram que um *boom* nos investimentos conduzirá a um ambiente de elevado financiamento especulativo de posições, o que, por outro lado, criará condições que levarão a uma crise. (MINSKY, 2009, p. 301)

Percebe-se que a economia capitalista é naturalmente fragilizada pelo sistema financeiro. Quando o quadro favorável – onde a grande maioria dos agentes atuam no sistema *hedge* – passa para um quadro instável com predominância de sistemas especulativos e Ponzi, essa interrupção do *boom* levará a uma recessão em que seu nível dependerá de fatores econômicos, tais como sua liquidez, o tamanho e a capacidade dos setores públicos governamentais e bancários atenuarem esse processo (MINSKY, 2009, p. 304).

São nesses momentos que o chamado “financiador de última instância”, que é o Banco Central, é de suma importância, uma vez que é o único capaz de salvar as empresas mais fragilizadas no mercado, sendo incisivo na tomada de decisão, com o objetivo de contornar a crise o mais rápido possível e regulando o funcionamento da economia, de modo a exigir uma postura menos arriscada por parte dos agentes (MINSKY, 2009, p. 96). O Grande Governo (*Big Government*), segundo Minsky, teria a função de atenuar momentos de crise, atuando com políticas anticíclicas, como seguro desemprego, aumento de gastos, obras de investimento, dentre outros. Em seu estudo sobre as recessões norte-americanas da década de 1970, por exemplo, Minsky concluiu que os déficits do governo atenuaram as recessões, pois isso sinalizava que os demais setores (famílias e empresas) apresentariam saldos positivos. Os déficits garantem um aumento da poupança privada e, no longo prazo, com maior poder de compra, são esses setores que alavancam a economia. “Essencialmente, o Grande Governo, com todas as suas ineficiências, estabiliza as receitas e os lucros. Ele diminui os riscos negativos inerentes a uma economia cara e de pouca mão de obra que possui grande número de empresas altamente endividadas” (MINSKY, 2009, p. 240).

Por outro lado, o autor conclui que caso o Governo opte por se omitir em momentos recessivos, o investimento privado será ainda menor, bem como a renda pessoal disponível, esta última caindo mais rapidamente do que as despesas, o que, conseqüentemente, reduz as taxas de poupança. Esse declínio nas variáveis econômicas é o processo que desencadeia uma grande depressão (MINSKY, 2009, p. 81). O Grande Governo, com sua disponibilidade em efetuar grandes déficits, é fundamental para a manutenção da renda do setor privado nos períodos recessivos. Desse modo, para que a situação fiscal do Governo não se deteriorasse, seria necessário também que os superávits dos tempos áureos compensassem os déficits anticíclicos.

Normalmente, o setor que mais absorve os déficits do governo é o financeiro, através de poupanças, fundos de pensões, seguradoras, entre outros. Dessa forma, os déficits do governo atuam de forma indireta como política anticíclica, uma vez que tal absorção monetária por parte de bancos e instituições financeiras eleva a liquidez no mercado e, conseqüentemente, há mais crédito para os agentes necessitados.

Por esses motivos, é primordial que o financiador de última instância tenha capacidade e atue de forma ágil e decisiva em momentos recessivos e de desequilíbrios. Da mesma forma, esse financiador teria também o direito de exigir um bom comportamento por parte dos agentes que foram segurados, de modo a manter uma regulamentação de mercado adequada no futuro. Para isso, o “Grande Governo deve ter um tamanho suficiente para assegurar que oscilações no investimento privado levem a um equilíbrio nas ondas de déficit governamental de modo que os lucros sejam estabilizados. Isto significa que o governo deve ser tão grande ou maior que os investimentos” (MINSKY, 2009, p. 397).

3 A CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA DE MEADOS DOS ANOS 2010 E SUAS INTERPRETAÇÕES

Perpassada, no capítulo anterior, a construção da nova visão de mundo de Keynes e seu aprimoramento por Minsky, percebe-se que a fragilidade financeira é intrínseca à dinâmica capitalista. A partir desse conceito, este capítulo busca fazer uma síntese do movimento que culminou na crise econômica brasileira de 2015-2016. É realizada uma breve análise do contexto político e econômico do país durante os governos de Lula, Dilma e Temer, tomando como base a literatura nacional.

Para tanto, o processo histórico recente do Brasil é resgatado na primeira seção deste capítulo (3.1), destacando os principais elementos políticos, econômicos e sociais que caracterizam a conjuntura nacional até meados da década de 2010. Em seguida, na segunda seção (3.2), é apresentado um mapeamento da massa de conhecimento já construída sobre a temática por economistas brasileiros, dividida entre as abordagens neoclássica, desenvolvimentista, keynesiana e marxista. Nesse sentido, foram sistematizadas as interpretações acerca da crise brasileira de 2015-2016, rastreando possíveis consequências para o Estado, para as políticas públicas e para o mundo do trabalho.

3.1 Antecedentes da crise: o contexto político, econômico e social do Brasil de 2003 a 2016

Embora tenha exibido momentos de crescimento bastante favoráveis, o Brasil do começo do século XXI também é marcado por grandes turbulências econômicas, apresentando estagnações e tendo passado por uma das maiores crises ao longo de toda a sua história. Dentro desse contexto, diversas foram as políticas econômicas e sociais que afetaram diretamente e indiretamente os rumos da economia nacional. O Governo de Dilma Rousseff (2011-2016), em especial, tinha como primordial uma proposta de crescimento alternativa a de seu antecessor, Lula (2003-2010), pautada em redução da taxa de juros, desvalorização da moeda e atuação do Estado via concessão de crédito e projetos de infraestrutura⁸. Como a história mostra, Dilma não obteve êxito em garantir um crescimento sustentável para o país. Durante os primeiros três

⁸ Em termos gerais, o estímulo ao crescimento também pautou a política econômica de Lula, principalmente em seu segundo governo (2007-2010), porém de uma forma alternativa, como com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e com uma expansão mais tímida do crédito via BNDES.

anos de mandato (2011-2013), o Brasil passou por um momento de estagnação econômica, não conseguindo repetir as boas taxas de crescimento de seu antecessor, e nos três anos seguintes (2014-2016), a situação foi ainda pior, com uma profunda crise, chegando a apresentar retração econômica de 3,55% em 2015. Diante disso, uma série de interpretações foram feitas sobre esse período e, em especial, sobre as medidas econômicas feitas por Rousseff, em relação a acertos e erros. A visão mais consensual aponta que houve uma falha de interpretação, por parte da equipe econômica, do contexto nacional e internacional ao qual o Brasil passava no começo da década de 2010, como visto em Carvalho (2018), Singer (2015), Bastos (2017), entre outros.

Para compreender o que foi o governo Dilma é necessário “dar um passo para atrás” e analisar o que foi o governo Lula e as consequências desse para sua sucessora. Ao assumir a presidência em 2003, a proposta econômica do governo foi de manter o tripé macroeconômico neoliberal que havia sido feito pelo governo de Fernando Henrique Cardoso, ao qual consistia em superávit primário, câmbio flutuante e um regime de metas para a inflação. “A leitura ‘austérica’ da política econômica de 2003 é que, tendo provado o trago amargo da austeridade, o governo Lula restaurara a confiança na solvência do Estado que os investidores precisavam para que o país voltasse a crescer” (BASTOS, 2017, p. 11).

O crescimento dos anos 2000, entretanto, não foi proveniente do tripé, mas, em grande medida, de um fator externo (CARVALHO, 2018). No mesmo período, a China surgia no cenário internacional como um importante importador de *commodities*. Nesse cenário, o Brasil foi muito beneficiado, haja vista que seus principais setores de exportação – soja, minério de ferro e seus derivados, celulose, petróleo e carne – fortemente concentrados em produtos primários, apresentaram elevação nos preços e na quantidade demandada no mercado internacional.

Com um crescimento econômico bem estabelecido, Lula buscou aproveitar o bom momento das receitas do Estado para realizar políticas públicas de incentivo ao consumo, à distribuição de renda e ao financiamento das empresas nacionais. Assim, foi realizada a expansão do Bolsa Família, que reduziu consideravelmente os índices de pobreza, e a utilização dos bancos públicos para criar novas linhas de crédito, incentivo ao consumo e investimento, principalmente através do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). Essas transformações, por sua vez, repercutiram no padrão de consumo das famílias brasileiras: produtos e serviços antes consumidos apenas pelos mais ricos passaram a ser consumidos também pela população de média e baixa renda (CARVALHO, 2018).

O resumo do crescimento econômico brasileiro durante o primeiro mandato de Lula pode ser caracterizado por distribuição de renda, expansão do crédito e investimentos públicos.

Essa receita se perpetuou durante o início do segundo mandato. O triênio 2005-2007 é denominado de “Milagrinho” por Laura Carvalho, devido a boa taxa de crescimento do PIB (média de 4,43% ao ano). Esse cenário não foi perpetuado para os anos seguintes, pois, ao final do triênio, a economia internacional adentrava uma profunda crise financeira.

A crise financeira mundial eclodida em 2007-2008 afetou a economia internacional em escalas as quais, até hoje, são incalculáveis. Essa crise teve origem em um movimento do governo norte-americano, que, buscando incentivar o consumo populacional, reduziu as taxas de juros e, conseqüentemente, o sistema bancário foi incentivado a ofertar empréstimos. A tática utilizada, como mostra Bresser-Pereira (2009), foi via hipotecas *subprime*, financiamento para a casa própria da subpopulação (pessoas que não tinham renda, emprego nem patrimônio). Em seguida, essa hipoteca era transformada em um título e negociado no mercado financeiro, como um derivativo de crédito. Após algum período de sucesso dessas inovações financeiras, o governo precisou aumentar as taxas de juros bruscamente para conter o avanço inflacionário, porém, com isso, elevaram-se também os juros a serem pagos pela subpopulação, ficando em níveis muito elevados e causando a inadimplência generalizada.

Com isso, já no final de 2007 iniciara-se a *crash* no mercado de *subprime* nos Estados Unidos e, rapidamente, esse efeito se alastrou para toda a economia global. Em um momento inicial o governo norte-americano optou por não intervir na crise, como exemplificado pela falência do banco *Lehman Brothers*. Essa atitude gerou muita instabilidade na economia e a partir desse momento a crise foi instaurada. Foi somente a partir da atuação dos bancos centrais das principais nações – utilizando em especial a técnica do *quantitative easing* – é que foi possível contornar o momento recessivo (PRADO, 2009).

O governo brasileiro conseguiu mitigar a crise financeira mundial ofertando grandes quantidades de crédito – com forte atuação dos bancos públicos – e ampliando ainda mais os investimentos públicos. Mesmo tendo uma boa gestão da crise, o segundo governo Lula estabeleceu um padrão econômico no Brasil que não garantiria níveis de crescimento por muitos anos. Como Bastos (2017) aborda, as altas taxas de juros dificultavam o pagamento da dívida pública e ocupavam boa parte das finanças da federação, a apreciação cambial dificultava a boa competitividade das empresas nacionais no mercado internacional e a necessidade de obter sempre altos superávits primários para o pagamento das dívidas diminuía a atuação do Estado na ampliação de investimentos e no atendimento das demandas do gasto social e impossibilitava-o de planejamento de longo prazo.

Com esse legado, Dilma chega ao poder em 2011 com o objetivo de criar estímulos para o setor industrial voltar a crescer. Após um rápido ajuste fiscal implantado no início do novo

governo, dentre as propostas que foram adotadas na sequência, destacam-se a redução de juros, desvalorização do real, e estímulo aos investimentos por meio de uma política de desonerações tributárias e da concessão de atividades públicas ao setor privado, além de expansão do crédito via BNDES. Na visão da nova governante, o tripé macroeconômico deveria ser flexibilizado para realizar suas novas metas. A Nova Matriz Econômica (baixa taxa de juros, desvalorização da moeda e facilidade de crédito) deveria ser implementada o mais breve possível. Vale destacar que tal proposta estava alinhada diretamente aos interesses dos industriais; Carvalho (2018) a intitula de “Agenda Fiesp”, devido às aclamações a qual Paulo Skaf (presidente da Fiesp – Federação das Indústrias do Estado de São Paulo) demandava em 2011. Singer (2015) chama atenção para a quantidade de propostas adotadas por Dilma dentre as elencadas no encontro realizado pela Central Única dos Trabalhadores, pela Força Sindical e pela Fiesp com trabalhadores e empresários, em maio de 2011, em São Paulo, principal polo industrial brasileiro.

As primeiras medidas da Nova Matriz colocadas em prática foram a redução dos juros e a desvalorização do real; ambas foram categorizadas como urgentes e fundamentais. Nesse momento foi reduzida a taxa Selic de 12,5% a 7,25%, num curto espaço próximo de dois anos (agosto de 2011 – abril de 2013). O objetivo dessas primeiras políticas implementadas era chegar a números próximos aos do mercado internacional para que a indústria brasileira tivesse vigor para disputar internamente com os concorrentes estrangeiros, pois os números relacionados às importações estavam cada vez mais significativos. Além disso, foram implementadas medidas para incentivar o investimento privado, como redução de impostos e a desoneração na folha de pagamentos. Carvalho (2018) aponta que essas medidas foram ineficientes para impulsionar a formação bruta de capital fixo, mas eficientes em aumentar os lucros da classe empresarial.

Olhando por um lado, Dilma obteve êxito em implementar seu plano econômico, pois conseguiu colocar em prática os pontos-chaves de sua proposta econômica. Contudo, ao forçar a redução dos juros, Singer (2015) aponta que a presidente entrou em “guerra” com o mercado financeiro. Segundo o autor, a burguesia brasileira é dividida em duas classes: produtivista e rentista. A primeira obtém seus lucros através da produção industrial, enquanto a segunda, de investimentos financeiros, juros, bolsa de valores, etc. Apesar de terem interesses contrários no que tange às políticas macroeconômicas (taxa de câmbio e de juros, em especial), ambas as classes se adaptaram ao período econômico próspero do governo Lula. Os rentistas conquistaram lucros históricos durante o período, enquanto os produtivistas, vendo esse bom momento do setor financeiro brasileiro, passaram a investir boa parte de seus lucros no mesmo.

Assim, essa rentabilidade interessava a ambos os lados. Ao reduzir os juros, a intenção de Dilma era torná-lo mais atrativo para o setor produtivista aumentar seus investimentos, porém o resultado foi a queda na rentabilidade das empresas. Ademais, entre 2011 e 2013, diferente do que o governo imaginava, a economia internacional ainda não havia se recuperado da crise de 2008, muito pelo contrário, estava prestes a passar por um novo momento recessivo estimulado pela crise da zona do Euro. Desse modo, o cenário não era propício para novos investimentos, haja vista a falta de expectativa de melhoria na demanda por parte dos empresários.

Além da realização de alterações econômicas que não foram eficientes, o período também foi marcado pelo crescimento inflacionário. Por conta disso, em abril de 2013, o Banco Central resolveu encerrar o movimento de redução dos juros e começar um novo ciclo de elevação. O argumento ortodoxo favorável ao aumento da taxa de juros era pouco convincente, pois a elevação da inflação no início de 2013 resultou de choques de custos e não do sobreaquecimento da demanda (BASTOS, 2017), conseqüentemente, não surtiria resultados em combater a inflação.

Em relação às famílias, as políticas sociais trouxeram resultados positivos para a camada mais baixa, como elevação do consumo e melhoria nas condições de vida. Apesar de benéfico, isso gerou problemas do ponto de vista do conflito de classes. Primeiro, o aumento do poder de compra da classe trabalhadora gerou um conflito com as classes de escalão superior. Ao permitir às classes de renda mais baixa usufruírem de aeroportos e shoppings, por exemplo, a burguesia brasileira se sentiu incomodada com a presença daquelas, por considerar esses lugares nobres e, portanto, de exclusividade sua. Bastos (2017) acrescenta que não só havia o incômodo pela “concorrência” nas redes de infraestrutura, mas também um sentimento por parte da classe média de que seus impostos pagavam os benefícios sociais para os mais pobres. Abramides (2017) destaca ainda que entre 2013 e 2016, a conjuntura do país era de ataque aos direitos sociais e trabalhistas além de anseios por cortes nos orçamentos dos programas sociais. O trabalho de Pinto (2017) esclarece que a grande maioria das manifestações contra o governo, realizadas em 2015, era em bairros de classe média, diferente das manifestações de 2013 que foram feitas em regiões centrais e locais históricos. A localidade das manifestações de 2015 mostra que, de fato, a classe média estava incomodada com a gestão da então presidente.

Apesar de todos esses fatores, Dilma consegue a reeleição presidencial em 2014, ainda que com uma pequena margem de diferença. Após a vitória apertada, o novo governo do PT (Partido dos Trabalhadores) parecia começar a executar as promessas de campanha do seu oponente, Aécio Neves. Em novembro de 2014, Rousseff anunciou Joaquim Levy para o

Ministério da Fazenda, um economista com uma visão pró-mercado. Anderson (2016), enxerga essa mudança de comportamento do governo como uma forma de acalmar a imprensa:

O escândalo da Lava Jato estourou de fato na primavera de 2014 e sucessivas prisões e acusações chegaram às manchetes durante a corrida presidencial no outono. A virada econômica de Dilma, tão logo eleita, pode ser vista em parte como conduzida pela esperança de aplacar a opinião neoliberal o suficiente para que a mídia moderasse seu discurso sobre o PT, que estava sendo tratado como uma gangue de ladrões. Mas se foi isso de fato, ela foi em vão. (ANDERSON, 2016, p. 22)

Na tentativa de agradar a alta burguesia brasileira, Dilma decide abandonar seu plano econômico e coloca em seu governo um ministro adepto das ideias econômicas ortodoxas ou liberais. A ideia seria de que se houvesse um plano econômico liberal, atendendo aos anseios burgueses e de boa parte dos manifestantes, os ânimos se acalmariam e no futuro ela poderia repensar suas estratégias políticas. Assim, Levy implementa um plano de austeridade para reduzir os déficits do governo. O ajuste fiscal via políticas recessivas foi o estopim para que as empresas brasileiras, que estavam à beira do colapso, entrassem em uma profunda crise. A política de ajuste não deu certo. Houve uma redução de 3,5% do PIB em 2015 e o déficit público aumentou ainda mais. Uma profunda crise havia se instaurado na economia brasileira, essa a qual até os dias atuais o Brasil ainda não se recuperou. Ao comparar com a crise dos anos 1981-1983, Carvalho (2018) conclui que a crise recente não chegou a ser a pior pela qual o país passou, mas pode ser considerada a mais longa. A autora é ainda mais pessimista quanto ao tempo de recuperação da economia brasileira:

Se a economia brasileira crescer 2% ao ano a partir de 2018, por exemplo, o PIB pré-crise só será atingido em dezembro de 2021, somando nada menos do que vinte trimestres de recuperação. E mesmo se o crescimento a partir de 2018 fosse de 3%, como projetam aqueles que ignoram os efeitos contracionistas que o teto de gastos e a contração cada vez maior dos investimentos públicos terão sobre a economia, o PIB pré-crise só seria superado em junho de 2020 – catorze trimestres depois de o fundo do poço ter sido atingido. (CARVALHO, 2018, p. 145)

3.2 Visões da crise: breve síntese das explicações ortodoxas e heterodoxas de economistas brasileiros

Em meio a esse cenário de crise econômica, observa-se que a academia brasileira se dedicou a interpretar e analisar suas raízes e refletir sobre possíveis formas de enfrentamento, a partir de variados campos de conhecimento e tradições teóricas. Se a visão neoclássica tem sido majoritariamente incorporada pelos atuais *policy makers*, principalmente a partir de 2016,

essa dominância não parece ocorrer na academia brasileira. Diferente da esfera política, há mais espaço para o debate heterodoxo nas universidades. Isso é possível de ser visto por meio da análise dos trabalhos que debatem a crise brasileira atual. Pensadores pós-keynesianos, desenvolvimentistas e marxistas têm apontado diferentes problemas que levaram o país à crítica situação econômica e, principalmente, formas de se superar a crise. Esta seção do trabalho se dedica a uma análise preliminar das proposições e diagnósticos levantados por essas três tradições heterodoxas e pelo *mainstream* brasileiro.

Os neoclássicos ou economistas do *mainstream* têm debatido a crise considerando-a como fruto do excesso de intervencionismo dos governos petistas e da falta de políticas eficientes que favorecessem o desenvolvimento industrial. Lima e Fonseca (2019) fazem um apanhado sobre as principais interpretações de autores ortodoxos sobre a crise e percebem que estes consideram a Nova Matriz Econômica (NME) como desestimuladora da economia. Ao intervir no mercado e forçar a queda dos juros, bem como a desvalorização do real (ambos incompatíveis com a realidade daquele momento segundo os autores), reduzir o superávit primário, aplicar políticas de controle de preço da energia e dos combustíveis, a política de desonerações para alguns setores e a expansão do crédito via bancos públicos, o governo passou a atuar de forma incisiva na economia o que gerou desconfiança e a contração do PIB. Os aumentos dos gastos provocados pela NME e o não sucesso dessa política teriam levado Dilma a repensar tal abordagem política e por isso houve uma virada econômica a partir de 2015.

Segundo Bacha (2017), o principal problema da economia brasileira é a sua baixa inserção no comércio mundial. O Brasil, sendo a 7ª economia do mundo seria apenas o 25º maior exportador. As soluções seriam políticas que incentivassem a indústria nacional, reduzindo o que o autor chama de “custo Brasil” que se daria por reforma fiscal (simplificação do sistema de taxaçaõ direta e reforma da previdência), reforma trabalhista e melhorias na infraestrutura. Além disso, seria necessário reduzir as taxas de câmbio, ou seja, deixar o real mais desvalorizado e procurar acordos comerciais com outros países e blocos. Para contribuir com a proposta de Bacha (2017), Lacerda (2017) aponta que se deve, também, garantir uma inflação estável, pois isso geraria maior estabilidade e confiança para os investidores.

Outras contribuições menos populares apontam que o fim do *boom* das *commodities*, a crise hídrico-energética brasileira entre 2013-2015, bem como os impactos da operação Lava-Jato explicam aproximadamente entre 70% e 90% da queda do PIB entre 2012-2016. O restante estaria relacionado a erros políticos ou fatores não determinados (LIMA; FONSECA, 2019, p. 9).

No que tange à crise brasileira, autores pós-keynesianos entendem que a redução do nível de investimento público em favor de uma agenda favorável à expansão do investimento privado, a exemplo das desonerações na folha de pagamentos, não foi uma política eficiente. Segundo Carvalho (2018) teria sido mais eficiente aumentar os gastos com investimentos públicos em infraestrutura. Além disso, as políticas de austeridade fiscal feitas no segundo Governo Dilma só pioraram a situação econômica brasileira.

Ainda no âmbito da corrente pós-keynesiana, Gentil e Hermann (2017) também apontam que a política tributária, mais conservadora, não foi eficiente para estimular o crescimento industrial. Sobre o fracasso desse setor, Singer (2015) diz que a burguesia produtivista não aderiu ao “ensaio desenvolvimentista” de Dilma e acabou optando por manter parte de seus lucros no setor financeiro, havendo uma coalização entre as burguesias produtivista e rentista. O problema principal do Brasil seriam as altas taxas de juros. Nesse tocante, Dowbor (2017) compara as taxas de juros brasileiras com as das principais economias mundiais e conclui que as nacionais são muito maiores, o que eleva a dívida nacional, dificultando o investimento público e desincentiva a tomada de empréstimos para desenvolvimento industrial e consumo. Para o autor, as soluções no curto e no médio prazo para a economia brasileira concentram-se no mercado interno, no consumo das famílias, nas atividades empresariais e nos investimentos públicos em infraestruturas e políticas sociais, portanto, a manutenção dos juros elevados seria um entrave para o crescimento brasileiro.

Há também uma discussão teórica sobre as diferentes perspectivas do que é o desenvolvimentismo e suas implicações para a economia brasileira. Para Carneiro (2012), o novo-desenvolvimentismo seria o desenvolvimento econômico pelo manejo apropriado dos preços relativos – juros, câmbio e salários – por parte do Estado; o mercado faria o resto. O governo evitaria ao máximo intervir na economia, mas faria o possível para que não fosse tomado empréstimos no exterior, para evitar a dependência. Já o social-desenvolvimentismo defende que o desenvolvimento viria pela melhor condição das massas, ou seja, redistribuição de renda. Se os salários forem maiores, o consumo irá se elevar, crescendo, também, os investimentos para garantir uma boa oferta. Com a produção aumentando, os salários seriam maiores, criando um círculo virtuoso. Para o autor, o novo-desenvolvimentismo estaria associado no Brasil ao PSDB (Partido da Social Democracia Brasileira), e o social-desenvolvimentismo ao PT (dentro da esfera brasileira de dominação das duas siglas até a eleição de 2014). Carleial (2015) corrobora essa hipótese, trazendo dados do governo petista, em que houve aumento real do salário mínimo de 72% entre 2003 e 2013 e queda na taxa de desemprego de 12,4% para 4,8% no período 2003-2014.

Porém, alguns autores não concordam que entre 2003 e 2016 o Brasil passou por um período desenvolvimentista. Almeida (2012) conclui que o desenvolvimentismo brasileiro nada mais é do que um “modelo capitalista neoliberal reformado”. Segundo ele, o governo Lula conciliou políticas liberais com benefícios sociais, em uma forma de tentar agradar ambos os lados. Medeiros (2017) discute que o que foi feito no primeiro governo Dilma não foi desenvolvimentismo, pois não possui as características primordiais do modelo (foco total na industrialização, modernização tecnológica e aceleração do crescimento), e que, talvez, o único período desenvolvimentista no Brasil, no século XXI, tenha sido entre 2007 e 2010, com a realização do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) e de uma política exterior voltada para a aproximação com os países do Sul Global e com os BRICS⁹.

Por fim, os marxistas fazem uma interpretação do fenômeno da crise a partir do viés da totalidade. Nesse sentido, no que diz respeito às suas raízes econômicas, as análises focam na atuação dos trabalhadores e na centralidade do trabalho na sociedade burguesa, considerando a crise como condição estrutural do próprio modo de produção capitalista. Segundo essa corrente, durante o governo Dilma houve a ruptura de um “pacto social” promovido pela gestão Lula – de aumento do salário real e dos lucros empresariais – quando a presidente tentou forçar a queda do juro no momento em que as receitas das empresas eram declinantes (LIMA; FONSECA, 2019).

Quanto ao movimento das lutas de classes, os marxistas questionam e estudam a ausência dos movimentos sindicais e sociais no período de crise brasileira, bem como o que ocorreu para que estes fossem enfraquecidos. No que tange a seguridade social, Castilho *et al.* (2017) propõem a reflexão crítica sobre a crise do capital, suas inflexões no mundo do trabalho na conjuntura brasileira e os impactos na regressão de direitos. Além disso, analisam as contrarreformas implementadas a partir da década de 1990 e os sucessivos desmontes desferidos contra a política de Seguridade Social. Por sua vez, Braga e Santana (2015) tentam entender a posição passiva dos sindicatos nas manifestações de 2013, já que estes foram muito pacíficos frente ao desmanche político e social dos últimos anos.

De forma geral, a conclusão é que as políticas conciliatórias do governo Lula “amansaram” os trabalhadores organizados e os militantes de esquerda, que passaram a se preocupar mais com o bom funcionamento do Estado e não mais com a denúncia e o objetivo estratégico de revolucionamento da totalidade do sistema capitalista. Assim, quando a realidade nacional mais precisou da atuação desses movimentos, eles não conseguiram ser eficientes.

⁹ Grupo de países emergentes composto por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

Conclui-se, de acordo com Viana e Silva (2015), que com a crise todos os ganhos sociais do século XXI estão ameaçados, para a manutenção do lucro da burguesia brasileira, agravando ainda mais o caótico cenário social desigual vivenciado no país.

À luz dessas informações, é possível afirmar que, não obstante a existência de interpretações heterodoxas dos problemas econômicos do país, o discurso e as medidas adotadas nos círculos políticos não vão ao encontro dessas ideias. Considerando que a crise no Brasil deve ser apreendida em suas múltiplas dimensões, econômica, política e social, e que ela apresenta movimentos contraditórios com diferentes graus de intensidade, a dominância da visão neoclássica é maléfica para o debate econômico. Hermann (2009) afirma que países emergentes, a exemplo do Brasil, precisam repensar seus modelos nacionais de desenvolvimento para não ficarem tão à mercê do mercado internacional. Nesse sentido, pode-se dizer que uma maior abertura ao pluralismo de visões contribuiria para esse esforço, beneficiando a construção de políticas voltadas para a retomada do crescimento econômico e a redução das desigualdades sociais.

4 RUMO A UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYANA DA CRISE ECONÔMICA BRASILEIRA

Com base na breve análise da dinâmica da economia brasileira entre 2003 e 2016 realizada no capítulo anterior, fica evidente que a crise do final do período trouxe abalos para empresas e famílias que atuam em âmbito nacional. Durante o período, ambas apresentaram um processo de endividamento, de modo que em meados de 2014 esse movimento aparentava estar saturado, sendo necessária uma nova dinâmica de crescimento econômico. Contudo, essa frágil condição coincidiu com um momento de retração econômica que piorou ainda mais a condição financeira dos agentes.

Este capítulo discute o desenvolvimento do sistema financeiro nacional e como isso possibilitou a via do crescimento via endividamento do setor privado, principalmente entre 2009 e 2014 (seção 4.1). Em seguida, é feito um estudo das consequências desse endividamento para as empresas não financeiras nacionais e de que forma elas lidaram com esse novo padrão de financiamento e com a queda das receitas no período recessivo (seção 4.2). Por fim, é debatido o modo como o governo (não) atuou para atenuar a crise, comparando o caso brasileiro com a teoria desenvolvida por Minsky sobre a atuação do “Grande Governo” e do “Big Bank” (seção 4.3).

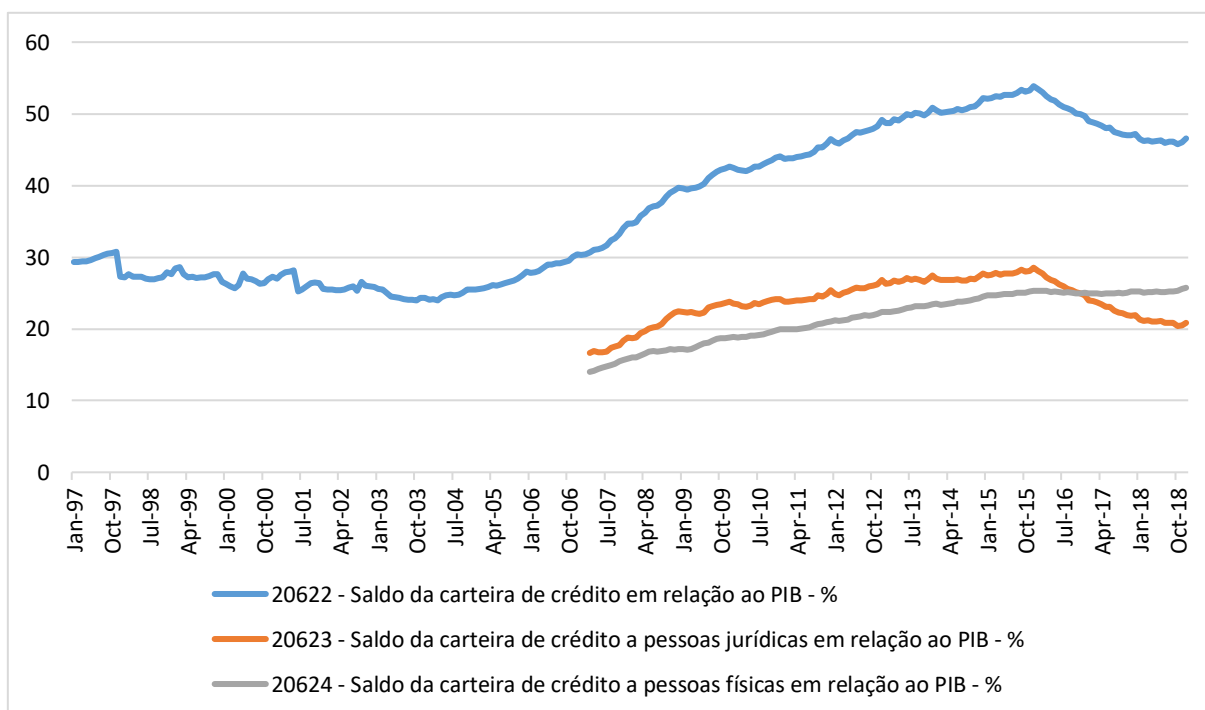
4.1 Atuação do sistema financeiro, endividamento das famílias e a evolução do padrão de financiamento das empresas brasileiras

Como visto na literatura que estuda o papel dos bancos e instituições financeiras na economia brasileira (ALMEIDA *et al.*, 2013; CORRÊA *et al.*, 2017; NAPPI *et al.*, 2019; PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020), as empresas brasileiras possuíam um padrão de financiamento dos investimentos bem característico das nações que não possuem um setor financeiro muito bem estruturado e desenvolvido. Dessa forma, durante parte da história do país, a maioria dos recursos para os investimentos eram provenientes de recursos próprios das empresas, já que os bancos atuavam com uma estratégia mais conservadora, priorizando as receitas obtidas em aplicações em títulos e valores imobiliários ao invés da oferta de crédito. Foi somente a partir da década de 1990 que esse quadro começou a se reverter, se acentuando a partir de 2003.

Essa guinada financeira foi verificada principalmente por conta das inovações financeiras que marcaram o governo Lula (2003-2010), em que se destaca o crédito consignado (2003), as mudanças nos instrumentos de alienação fiduciária (2004), a aprovação da nova Lei de Falências (2005) e a criação das Letras Financeira (LF) e de Crédito Imobiliário (LCI) (2010) (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2020). Assim, as mudanças na estrutura de concessão de crédito facilitaram o financiamento tanto para pessoas físicas quanto para jurídicas, o que possibilitou a alavancagem dos investimentos durante a série histórica. Como visto no gráfico 1, o saldo de crédito total (que inclui famílias e empresas), que antes de 2003 estava em um ligeiro decréscimo em relação ao PIB, tomou proporções crescentes e saiu de cerca de 25,57% do PIB em janeiro de 2003 para 53,86% do PIB em dezembro de 2015.

Percebe-se que tanto empresas quanto famílias foram contempladas com esse aumento de crédito. Para as famílias o crédito saltou de menos de 15% em relação ao PIB para 25% durante 2007 e 2015. No caso das empresas também houve crescimento (28% no começo de 2016 frente a 16,6% em 2007), mas com a virada da política econômica em 2015 e 2016, o crédito disponível foi ficando cada vez menor, mesmo havendo também uma retração do PIB durante o período, chegando a aproximadamente 20% ao final de 2018.

Gráfico 1 - Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB por % (1997-2018)



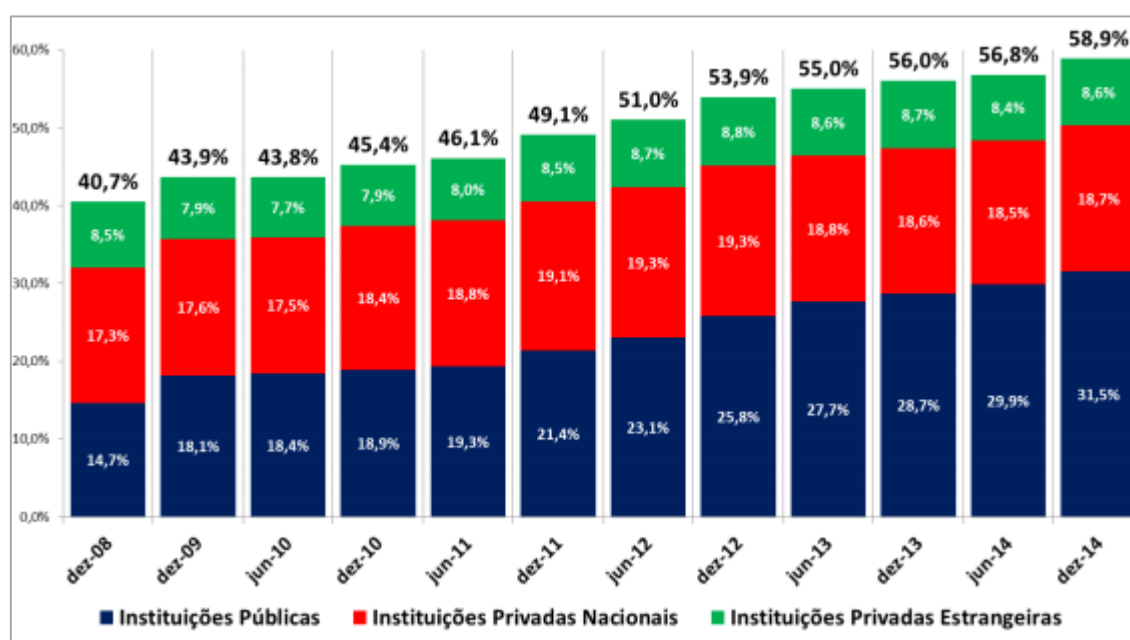
Fonte: BCB (Banco Central do Brasil). Elaboração própria.

Nota: A discriminação do saldo da carteira de crédito entre pessoas jurídicas e físicas só está disponível a partir de março de 2007.

O período de expansão do volume de crédito (2003-2015) pode ser dividido em dois momentos diferentes. A primeira etapa foi de crescimento do crédito menos acelerado, entre 2003 e 2007. Durante esse período os bancos públicos não possuíam uma atuação forte no mercado, cabendo ao setor privado o papel de disponibilizar, em sua maioria, esse recurso para famílias e empresas. O trabalho de Oliveira *et al.* (2014) mostra que antes da crise de 2008, os bancos privados lideravam as concessões de empréstimos e a quantidade de ativos do sistema bancário, seguido dos bancos estrangeiros e com o setor público tendo uma atuação mais tímida. Foi somente a partir da crise, com a retração dos setores privado e estrangeiro, devido às incertezas do período, que o setor público passou a atuar de modo mais intenso. Os bancos privados e estrangeiros, segundo o estudo, somente retomaram seu poderio de crédito pré-crise entre 2010 e 2011; esse fator fica evidente no gráfico 2.

Ao se analisar o total ofertado de crédito no Brasil (gráfico 2), percebe-se que em 2008 as instituições privadas dominavam o mercado, mas a partir do ano seguinte, houve uma forte escalada de participação das instituições públicas de modo que estas se tornaram dominantes no mercado de crédito. A partir de junho de 2013, por exemplo, os valores ofertados pelos bancos públicos, em relação ao PIB, eram superiores aos ofertados pelo setor privado nacional e estrangeiro juntos. Destaca-se nesse caso a atuação do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, estes ofertando linhas de crédito principalmente para Pessoas Físicas, e do BNDES, para Pessoas Jurídicas.

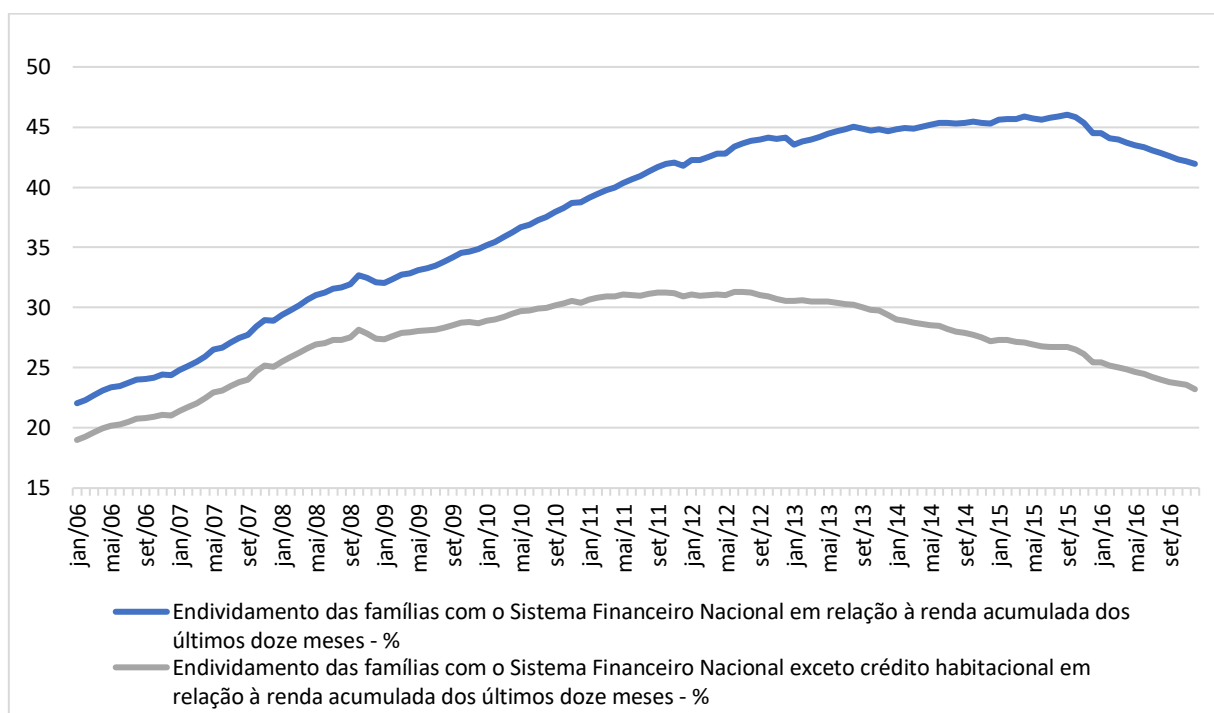
Gráfico 2 - Oferta de crédito no Brasil por instituições públicas e privadas – % do PIB (2008-14)



Fonte: CEMEC (2015).

Contudo, a concessão de crédito às famílias tomou proporção considerável da renda familiar, dada a parcela desta que passou a estar comprometida com pagamentos financeiros. O gráfico 3 apresenta que a partir de 2009, ano em que foi criado o PMCMV (Programa Minha Casa Minha Vida), o endividamento imobiliário impulsionou o endividamento total das famílias brasileiras.

Gráfico 3 – Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional – em % da renda (2006-2016)



Fonte: BCB (Banco Central do Brasil). Elaboração própria.

Entre 2013 e 2015 as famílias comprometiam cerca de 45% de suas rendas com o pagamento de dívidas; o ápice foi em setembro de 2015, quando esse valor representou 46,03%. As famílias beneficiadas pela concessão de crédito do Minha Casa Minha Vida e as que tomaram empréstimos no momento em que era favorável, a partir de 2013 já não tinham incentivos para elevar ainda mais suas dívidas, pois isso poderia afetar o nível de suas subsistências; o mesmo aconteceu com os microempreendedores. O gráfico 3 mostra a importância das dívidas relacionadas a financiamentos imobiliários no montante total. Se considerarmos o pior mês para as famílias – setembro de 2015 – o financiamento residencial representava 41,9% do valor total¹⁰; a partir de 2015 esse valor sempre esteve acima de 40%,

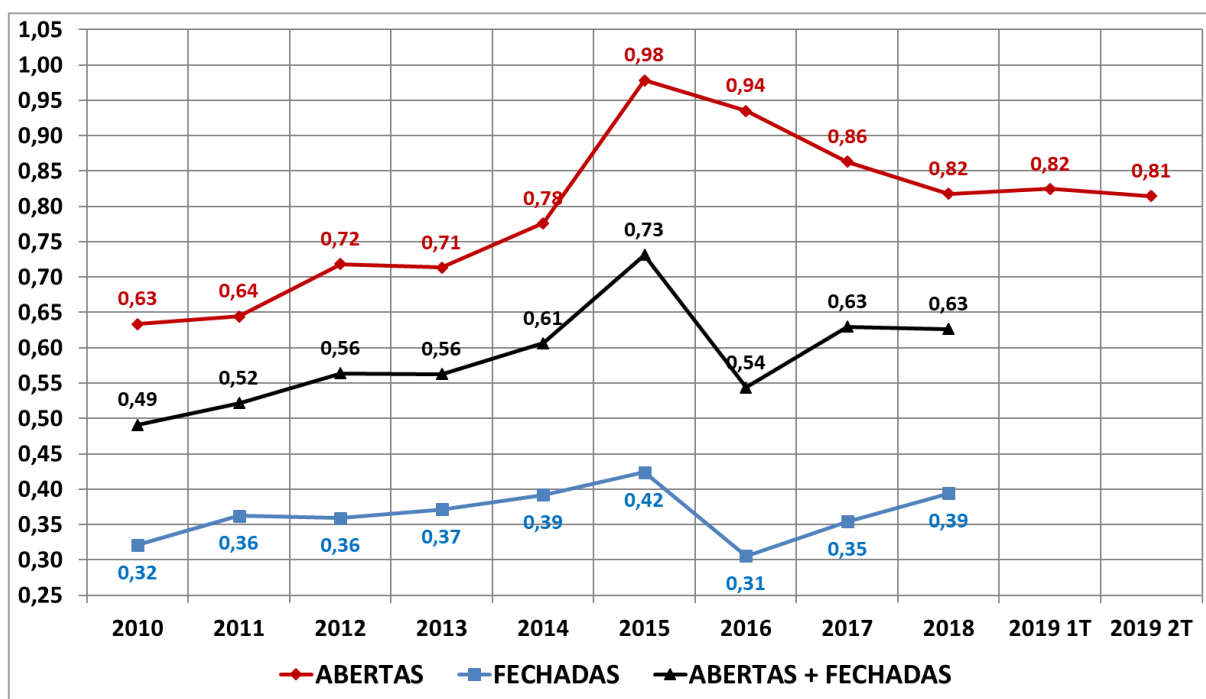
¹⁰ Cálculo realizado pelo autor a partir dos dados do gráfico 3.

com o maior valor da série sendo encontrado em dezembro de 2016 (44,58%). O maior valor no endividamento, desconsiderando o crédito habitacional, foi de 31,3% da renda, em julho de 2012. Percebe-se que a partir do mesmo período a variável apresenta uma ligeira tendência de queda, ao passo que se considerarmos o endividamento total, esse permanece a taxas crescentes até o final de 2015. Ao comparar essas duas trajetórias é perceptível a importância dada pelo governo Dilma para os programas habitacionais.

Por parte das empresas a situação foi semelhante à das famílias. Como dito anteriormente, o padrão de financiamento da formação bruta de capital fixo sofreu alterações, deixando de ser predominante via recursos próprios das empresas a partir do momento em que o financiamento com capital de terceiros se tornou mais importante. Aproveitando-se das políticas anticíclicas que atenuaram os efeitos da crise de 2008 e, principalmente, da retomada do mercado de crédito no país no começo da década de 2010, as empresas não financeiras (ENFs) utilizaram o endividamento como forma de alavancagem e crescimento.

Em 2010, a proporção de dívida bruta sobre o patrimônio líquido das empresas de capital aberto estava na ordem de 0,63; a de empresas fechadas se encontrava em 0,32, como mostra o gráfico 4. Ambos os valores foram se elevando até o ano de 2015, auge da crise econômica no Brasil, em que os valores da alavancagem das empresas de capital aberto e fechado eram de 0,98 e 0,42, respectivamente. A partir desse momento, principalmente por conta da redução da disponibilidade de crédito ofertado, esses valores foram reduzindo, apesar de que no caso das empresas fechadas a trajetória de crescimento reapareceu logo em 2017. Ainda assim, se considerado o somatório das empresas abertas e fechadas, a situação vivenciada em 2017 e 2018 (razão dívida bruta e patrimônio líquido igual a 0,63) já se encontrava melhor do que no pico da crise, em 2015 (0,73).

Gráfico 4 – Alavancagem (dívida bruta/patrimônio líquido) das empresas brasileiras de capital aberto e fechado – em % sem Petrobras (2010-2019)

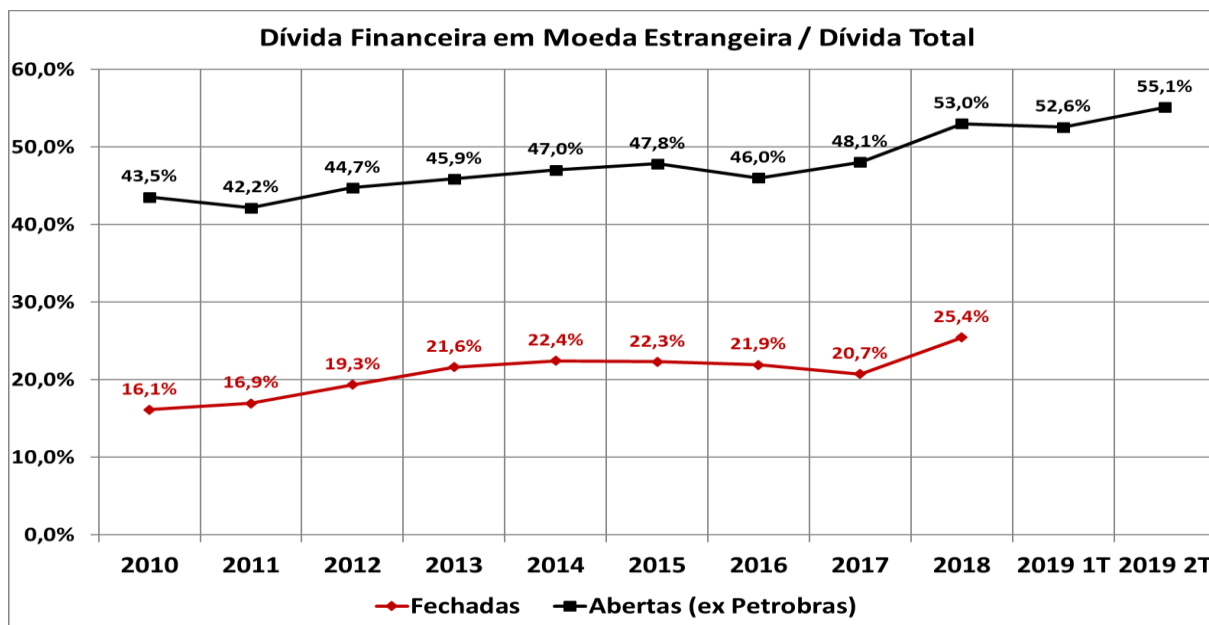


Fonte: CEMEC (2019).

Percebe-se no gráfico 4 que as empresas de capital aberto possuem mais capacidade de assumirem dívidas do que as de capital fechado. Isso ocorre uma vez que as empresas de capital aberto possuem mais acesso ao financiamento estrangeiro (gráfico 5), pois, na maioria dos casos, são empresas de maior visibilidade no mercado e suas ações são capazes de impulsionar maiores arrecadações. Assim, durante o período, o endividamento estrangeiro ocupou entre 40% e 50% da dívida total das empresas de capital aberto, ao passo que ficou entre 15% e 25% no caso das empresas fechadas. Ao mesmo tempo, as operações diretas e indiretas não automáticas contratadas com o BNDES, que apresentavam tendência de crescimento – de R\$ 9,7 bilhões contratados em 2003 para R\$ 131 bilhões em 2012 – nos anos seguintes até 2016 o valor decresceu, indo para R\$ 24,6 bilhões contratados, sendo que a maioria desses recursos era destinada para projetos de infraestrutura, seguidos pelo ramo industrial¹¹.

¹¹ Esses dados estão disponíveis em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/consulta-op-dir-ind-nao-aut>. Acesso em: 15/05/2021.

Gráfico 5 – Endividamento em moeda estrangeira das empresas brasileiras de capital aberto e fechado – em % da dívida total (2010-2019)



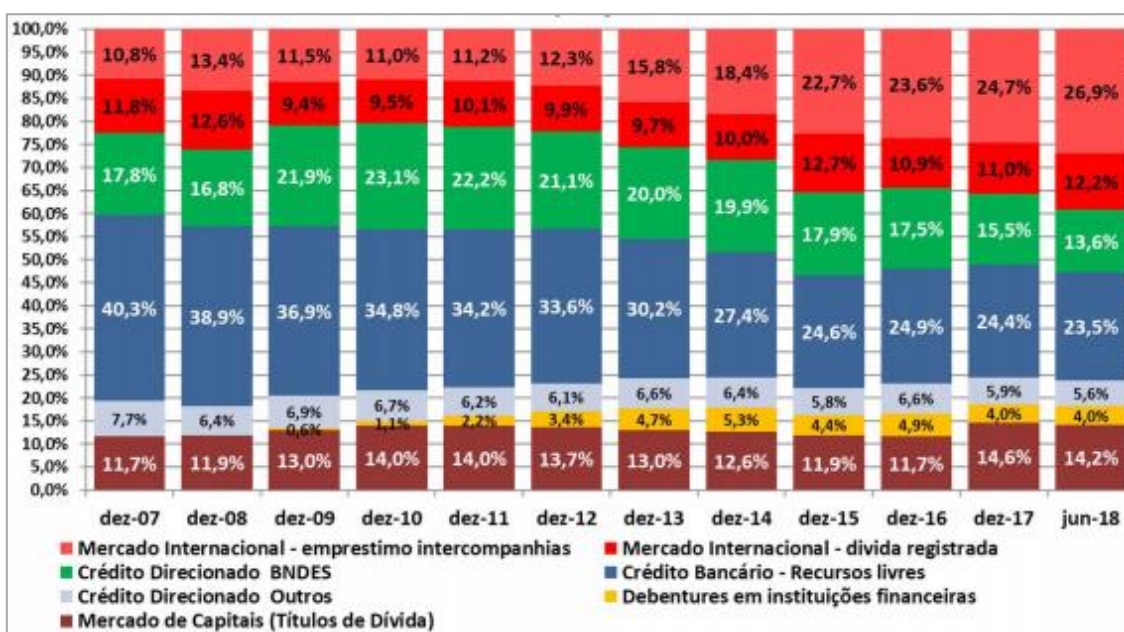
Fonte: CEMEC (2019).

Fica notório que entre 2010 e 2014 as empresas brasileiras buscaram firmar o crescimento econômico através da ampliação do endividamento. Nesse sentido, o governo federal se esforçou para sustentar a capacidade de financiamento das empresas, utilizando de dois artifícios macroeconômicos: as taxas de juros e de câmbio. Tendo em conta a maior necessidade do setor privado em buscar financiamento externo, em 2011, o governo iniciou uma série de micro desvalorizações na taxa de juros SELIC que beneficiou as empresas, mas por outro lado, a desvalorização do Real fez com que as crescentes dívidas em moeda estrangeira se tornassem ainda maiores. A boa intenção do governo em aumentar a taxa de câmbio para que os produtos nacionais se tornassem mais competitivos no mercado externo, favorecendo principalmente as empresas exportadoras, acabou se tornando uma política não muito eficiente naquele momento, uma vez que teve também o papel de elevar a dívida em moeda estrangeira.

O gráfico 6 deixa isso bem claro, uma vez que a taxa de câmbio nominal em relação ao dólar, que em julho de 2014 era de R\$ 2,22, iniciou 2016 acima de R\$ 4,00, elevando a dívida das ENFs (empresas não financeiras) com instituições estrangeiras (no gráfico 6, o somatório das cifras correspondentes à “mercado internacional – empréstimos intercompanhias” e “mercado internacional – dívida registrada”) de 15% do exigível total em relação ao PIB, em dezembro de 2014, para 21,2%, em dezembro de 2015 (CEMEC, 2018), o que representou

aproximadamente 35,5% da composição do exigível financeiro total. Mesmo com o câmbio valorizado, as empresas não financeiras mantiveram a porcentagem de recursos internacionais na composição do exigível financeiro, com ligeira queda das dívidas registradas (de 12,7% em 2015 para 12,2% em 2018), enquanto os empréstimos intercompanhias aumentaram sua participação do exigível total (22,7% em 2015 para 13,5% em 2018).

Gráfico 6 – Composição percentual do exigível financeiro consolidado de todas as empresas não financeiras brasileiras – em % no total (2007-2018)



Fonte: CEMEC (2018).

Ainda assim, as empresas não financeiras brasileiras foram capazes de registrar relativa queda nas dívidas, uma vez que a partir de 2015 os recursos disponibilizados pelo BNDES e, principalmente, os recursos livres sofreram expressivas quedas. O crédito do BNDES, que entre 2011 e 2014 representou, em média, 20,8% da composição total do exigível das ENFs, declinou para uma média de 16,12% entre 2015 e 2018. As cifras correspondentes a esses dois períodos para o caso dos recursos livres foram de 31,35% e 24,35%, respectivamente.

Como mostra CEMEC (2018), tal movimento é explicado pela ação de desalavancagem das empresas, dado o ruim momento econômico ao qual o Brasil estava passando e que pode ser visto também no gráfico 4. A situação também pode ser compreendida como uma mudança no cenário econômico. Dado que havia o aumento do endividamento das empresas em um momento ao qual o país não apresentava taxas sólidas de crescimento, a economia global ainda repercutia a crise do Euro, a China passava por um momento de redução do alto crescimento

econômico e havia baixa no preço das *commodities*, os bancos, tanto públicos quanto privados, retraíram a oferta de crédito para as empresas.

4.2 Evidências do processo de fragilização financeira das empresas brasileiras

O período entre 2003 e 2007 foi caracterizado pela expansão da rentabilidade do setor privado brasileiro, impulsionado pelo *boom* das *commodities*, pela alta taxa de crescimento do país no período, pela expansão do crédito e pelo cenário favorável. Como visto anteriormente, mesmo com a crise financeira internacional em 2008, as empresas brasileiras não sofreram grande retração, já que a forte atuação anticíclica do governo reverteu rapidamente a recessão provocada pela crise; em 2010, por exemplo, o Brasil atingiu uma taxa de crescimento do PIB de 7,5%. Dadas a gestão da crise e a retomada do momento favorável, o setor privado retomou seu ciclo de investimentos. Contudo, como será visto a seguir, uma série de fatores fizeram com que esse novo endividamento não fosse benéfico para a economia, e isso ficou claro na virada econômica em 2015.

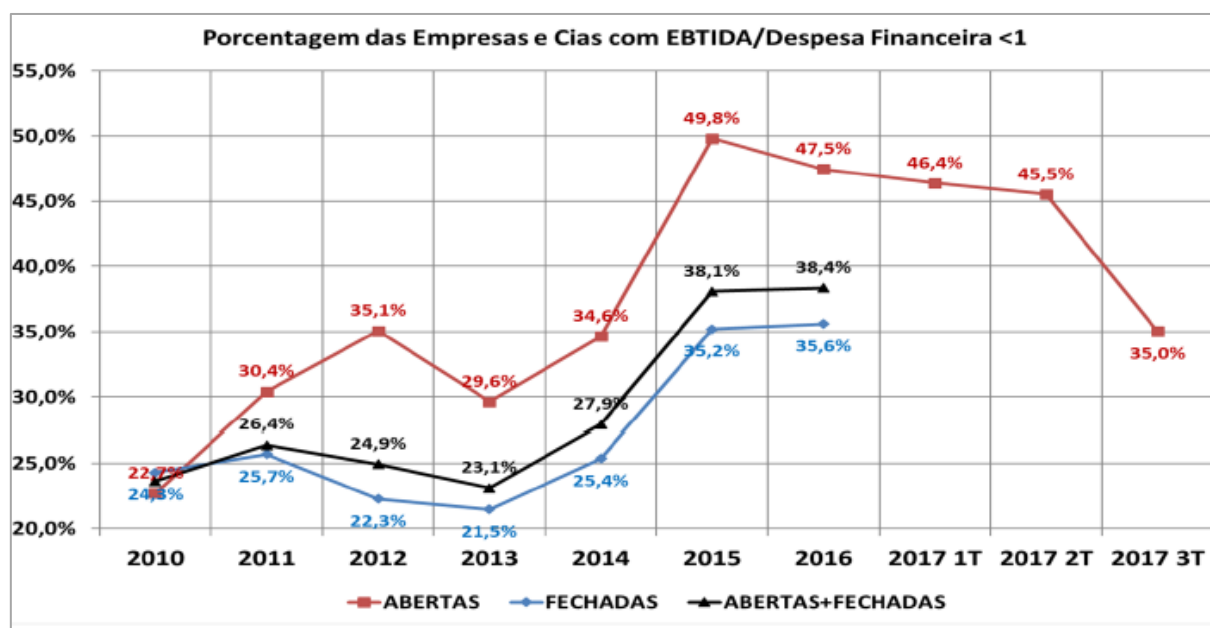
O trabalho de Almeida *et al.* (2016) mostra que, a partir de 2008, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido das principais empresas brasileiras se manteve estagnada em torno de 14%, após atingir a alta de 18% em 2007. Mesmo com oportunidades de investimento e com a desvalorização do câmbio no período, essa variável seguiu em queda e, em 2014, atingiu valores próximos a 6%. A queda nos lucros das empresas, além de outros fatores, esteve ligada à queda nas receitas. Esta última queda decorreu sobretudo devido à dificuldade das empresas em remarcarem os preços, dado o relativo desaquecimento da economia entre 2010 e 2014.

Não conseguindo aumentar as receitas em um momento em que as dívidas se elevavam, as ENFs brasileiras viram a saúde financeira se deteriorar aos poucos. A relação “EBITDA¹²/Despesas financeiras” é uma ótima variável para analisar essa situação, uma vez que ela é responsável por explicar se a empresa é capaz de obter recursos suficientes para o pagamento das dívidas. Se essa proporção for maior do que 1 isso significa que a empresa é capaz de gerar caixa suficiente para quitar as despesas de curto prazo; caso contrário (proporção menor do que 1), a empresa não é capaz de pagar seus compromissos de curto prazo com o caixa gerado.

¹² EBITDA é o lucro da empresa antes de se descontar impostos, taxas, depreciação e amortizações.

A Nota CEMEC (2018) mostra que, em 2010, a situação financeira das empresas abertas e fechadas era bem saudável, com a proporção “EBITDA/Despesas financeiras” em 3,0 e 2,54, respectivamente. Contudo, esse valor foi ficando cada vez menor, até o momento em que as dívidas perpassaram as receitas. Em 2015, esse valor era de 0,94 para as empresas de capital aberto e 0,65 para as fechadas. O Gráfico 7 ajuda a compreender a quantidade de empresas que se encontravam em uma situação de fragilidade financeira ao longo do período. Percebe-se que o motivo da razão “EBITDA/Despesas financeiras” ter caído tanto no somatório das empresas em análise foi que um número cada vez maior de empresas estava se comprometendo financeiramente. A quantidade de empresas abertas que eram incapazes de cumprir com suas obrigações financeiras (proporção “EBITDA/Despesas financeiras” menor que a unidade) mais do que dobrou, indo de 22,7%, em 2010, para 49,8%, em 2015; no caso das empresas fechadas esse valor foi um pouco menor, mas ainda assim preocupante, indo de 24,3%, em 2010, para 35,6%, em 2016.

Gráfico 7 – Porcentagem das empresas brasileiras abertas e fechadas com relação “EBTIDA/Despesas financeiras” menor que a unidade (2010-2017)



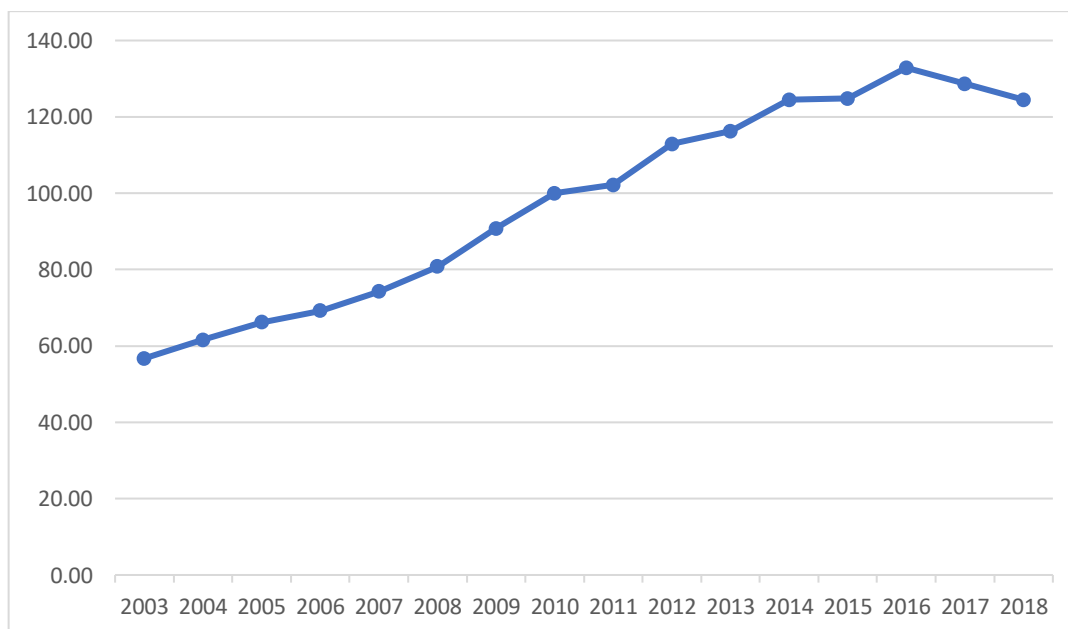
Fonte: CEMEC (2018).

Esse resultado reflete um cenário de fragilização financeira da economia brasileira. Ao considerar que as várias empresas do mercado deixaram de ser capazes de pagar suas dívidas de curto prazo com o lucro operacional obtido naquele mesmo ano, considera-se que essas mesmas empresas deixaram de atuar como *hedges* e adentraram no sistema especulativo ou

Ponzi. Um grande número de empresas nesses dois últimos estados compromete a economia como um todo, o que pode ocasionar ou aprofundar uma crise, como de fato ocorreu.

As consequências dessa situação foram a queda vertiginosa do investimento privado de longo prazo e, considerando que a formação bruta de capital fixo é a força motriz que impulsiona o crescimento econômico, o PIB brasileiro enfrentou severa queda ao mesmo tempo que o investimento reduzia. O gráfico 8 fixa o nível de investimento de 2010 para se comparar esse ano com os demais. Percebe-se que de 2003 a 2010 a FBKF (formação bruta de capital fixo) esteve em crescente escala, praticamente dobrando no período, saindo de 56,74% dos investimentos de 2010 em 2003. A partir de 2011, contudo, essa variável ficou relativamente estável, apresentando um aumento entre 2011 e 2018 que constitui menos da metade do que foi observado entre 2003 e 2010. Não só o crescimento foi menor, como também vem apresentando queda desde 2016, sem tendência de recuperação.

Gráfico 8 – Formação Bruta de Capital Fixo no Brasil (2003-18) – índice (base 2010 = 100)



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

As empresas, vendo o desaquecimento do mercado de bens e com dificuldades em elevar as vendas, mantiveram um padrão conservador na gestão dos ativos durante o período. O que se viu foi que as empresas reduziram os custos e receitas operacionais, mas permaneceram interessadas nos retornos que os ativos financeiros iriam proporcioná-las, como uma alternativa

ao fraco momento econômico (ALMEIDA *et al.*, 2016, p. 14). Considerando que o Brasil possui uma das maiores taxas de juros do mundo, as empresas buscaram se segurar em um tipo de aplicação que trouxesse um retorno garantido. Assim, principalmente durante o período da crise, os valores com aplicações financeiras foram maiores. Corrêa *et al.* (2017) mostram que a partir de 2011 o lucro não operacional das empresas superou o lucro operacional, considerando que entre 2003 e 2010 o único momento em que isso havia acontecido foi em 2008 e 2009, muito provavelmente por conta da crise mundial.

4.3 A instabilidade financeira e a importância do “Grande Governo”: aprofundando a crise com a política de ajuste fiscal

As evidências apresentadas neste capítulo apontam para a afirmação de que houve um processo de fragilização financeira na economia brasileira, semelhante aos moldes debatidos por Minsky (2009, 2011). O ponto central da hipótese da instabilidade financeira de Hyman P. Minsky é que períodos de estabilidade econômica e progresso econômico levam a mudanças internas dinâmicas caracterizadas por posições financeiras de *hedge*, especulativas e Ponzi (REZENDE, 2016). Minsky argumenta que durante expansões econômicas, participantes do mercado mostram maior tolerância a riscos e esquecem as lições de crises passadas, então as empresas passam gradualmente de posições financeiras seguras para posições mais arriscadas.

Durante os anos 2000, as empresas brasileiras apresentaram potencial, guinadas pelo *boom* das *commodities* e pelo cenário interno favorável, o que fez o mercado financeiro despertar a confiança nessas – o número de importantes inovações financeiras é um reflexo dessa situação. Principalmente a partir de 2010, com a boa recuperação nacional da crise mundial de 2008, os agentes produtivos assumiram maiores riscos de expansão do investimento, aumentando o nível da alavancagem (alavancagem já indica utilização de recursos de terceiros), seja via bancos públicos e privados ou também elevando a dívida em moeda estrangeira. Contudo, nos anos seguintes houve a necessidade de se pagar esses empréstimos em um momento em que as taxas de lucro estavam reduzindo; além disso, esse período coincidiu com a elevação das taxas de juros e de câmbio.

Entre 2010 e 2014 o número de empresas que atingiu o patamar especulativo aumentou em 14%; no caso Ponzi, esse aumento foi de 50% (ROLIM *et al.*, 2016). Isso é um reflexo da queda de receitas. Como dito por Minsky (2009), a própria situação favorável da economia, que beneficia os agentes a assumirem riscos mais elevados e a se endividarem mais, também faz

com que mais à frente seja gerado um cenário de incerteza em que os bancos atuam de maneira conservadora frente aos riscos assumidos por essas empresas (e por eles próprios). O que se viu foi que ao perceberem que a economia brasileira estava estagnada, entre 2014 e 2016, as instituições financeiras reduziram a disponibilidade de crédito de modo a se prevenirem da inadimplência, justamente no momento em que as empresas apresentavam os piores níveis de endividamento e, conseqüentemente, demandavam mais financiamentos ou rolagem da dívida para o pagamento das despesas correntes.

Além disso, em momentos de fragilidade como esse, é natural que as próprias empresas reduzam o nível de investimento de longo prazo e a produção e busquem ativos que dão retorno imediato, como ações ou ativos financeiros, o que também há indícios de se ter ocorrido no Brasil, como evidenciado por Almeida *et al.* (2016).

Em situações como essa, Minsky argumenta a necessidade da atuação do “Grande Governo” como agente anticíclico, para que a crise seja atenuada (ou evitada) e os agentes tenham capacidade de se recuperarem. O economista mostra que, durante as décadas de 1970 e 1980, os Estados Unidos passaram por dois momentos de estagnação econômica (1974-75 e 1982-83) em que os agentes temiam que levassem para uma profunda depressão nos moldes da crise de 1929. Contudo, o governo estadunidense atuou com déficits públicos, com seguro desemprego, funcionalismo público, empresas estatais, investimentos em infraestrutura, entre outros – o que manteve o superávit dos setores privados – e como “financiador de última instância” em que o Banco Central utilizou o refinanciamento para ajudar os agentes. Essa atuação do governo permite que a poupança privada se eleve, o que garante o consumo de curto prazo e a possibilidade da retomada dos investimentos no longo prazo. Caso o governo opte por não intervir na economia e deixar que o próprio mercado se ajuste em um novo equilíbrio, essa opção, na maioria das vezes, não deverá ser a melhor:

Se as instituições responsáveis pela função de ‘financiamento’ de última instância não se envolverem e deixarem que as forças do mercado operem livremente, então o declínio nos valores dos bens em relação ao preço atual de produção tornar-se-á maior do que se houver intervenção; os investimentos e o consumo de dívidas refinanciadas também cairão consideravelmente; e o declínio das receitas, dos níveis de emprego e dos lucros será muito maior. (MINSKY, 2009, p. 88)

A necessidade de um financiador de última instância, ágil e eficiente, na economia é inegável, partindo do ponto apresentado por Minsky. Ele seria o único capaz de mitigar os efeitos de uma recessão e evitar que momentos como esse se tornassem uma crise ou profunda depressão. No caso brasileiro o que vimos, contudo, foi justamente o contrário do que a teoria

de Minsky defende. O governo federal não atuou de forma anticíclica na contenção da crise entre 2014-16. Na verdade, o que ocorreu foi a redução dos gastos públicos, por parte do governo federal, e o corte nas concessões de empréstimos, pelos bancos públicos, na tentativa de retomar o superávit do governo e a confiança dos investidores, mas que acabou por aprofundar ainda mais a crise.

Após a reeleição da presidente Dilma, por exemplo, e a entrada de Joaquim Levy na pasta da Fazenda, o objetivo inicial foi fazer um ajuste ortodoxo em que se cortou verbas do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), alterou-se as regras do seguro-desemprego, abono salarial e auxílio-doença, além da redução das desonerações na folha de pagamento e da volta do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) (CARVALHO, 2018). As medidas restritivas não pararam por aí, e mais adiante foram feitos outros cortes de gastos e o fim de outras políticas tarifárias que impactaram profundamente a inflação brasileira em 2015.

Com toda essa alteração econômica houve uma retração ainda maior do PIB brasileiro. As medidas feitas pelo governo não surtiram os efeitos esperados e os níveis de investimentos das empresas reduziram ao invés de aumentarem, em um momento de queda da confiança dos industriais. O momento de corte dos gastos do governo também coincidiu com o ápice do endividamento financeiro das empresas brasileiras até aquele momento na década de 2010. Buscando a retomada do superávit do setor público, seria improvável que o setor privado – com elevados níveis de endividamento – conseguisse retomar os lucros, a confiança e os investimentos.

Mesmo após o *impeachment* de Dilma e a entrada de Michel Temer à presidência, com sua equipe econômica de cunho ortodoxo, o novo governo não foi capaz de retomar a confiança dos investidores brasileiros. Os dados do Índice de Confiança da Indústria (ICI-FGV)¹³ mostram um ligeiro aumento da confiança dos investidores a partir de setembro de 2016, mas que nunca voltou aos patamares do começo do governo Dilma; o mesmo vale para a confiança dos consumidores¹⁴. Mesmo com as políticas de privatizações e a aprovação da regra do teto dos gastos¹⁵ e da reforma trabalhista, além de buscar outras medidas reformistas tais como foram vistas pelos debates da reforma da previdência e tributária, até 2018 (último ano do

¹³ Esses dados estão disponíveis em: https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-01/sondagem-da-industria-fgv_press-release_jan21_0.pdf. Acesso em: 12/06/2021.

¹⁴ Esses dados estão disponíveis em: <https://www.fecomercio.com.br/pesquisas/indice/icc>. Acesso em: 12/06/2021.

¹⁵ Criada em dezembro de 2016, a regra do teto dos gastos cria um limite para as despesas do Governo, em que os gastos de um ano devem ser iguais aos do ano anterior, corrigidos pela inflação. Essa regra vale por 20 anos (até 2036), sendo que após 10 anos será possível sua revisão.

mandato de Temer) o Brasil não tinha ainda conseguido retomar o rumo do crescimento econômico.

As consequências da não atuação do governo como financiador de última instância foram bastante prejudiciais para o país. O desemprego, que no final de 2014 estava em 6,5%, elevou-se consideravelmente e a partir de 2016 esteve sempre acima de 10%¹⁶. A utilização da capacidade instalada que, entre 2012 e 2014 praticamente esteve acima de 80% durante toda a série histórica, reduziu-se a partir de 2015 em aproximadamente 5% e seguiu relativamente constante até 2018 abaixo dos 80%¹⁷. Não só isso, mas o próprio nível de investimento entrou em queda a partir de 2015, indicando que seria improvável que esse crítico quadro econômico se revertesse.

Assim, com a falta de um “Grande Governo” no Brasil, na segunda metade da década de 2010 a renda disponível caiu, bem como os investimentos e o consumo. O Governo, com seu grande potencial para gerar déficits deveria ter utilizado dessa medida para manter os lucros corporativos, a poupança doméstica e a capacidade de endividamento do setor privado. “A eficiência do Grande Governo pode ser questionada, mas sua eficácia em prevenir que o céu desabasse não pode ser discutida” (MINSKY, 2009, p. 78).

¹⁶ Esses dados estão disponíveis em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=desemprego. Acesso em: 12/06/2021.

¹⁷ Esses dados estão disponíveis em: <https://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/indicadores-industriais/>. Acesso em: 12/06/2021.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo, foi feita uma interpretação da crise econômica brasileira do período 2015-2016 com base na teoria da instabilidade financeira de Minsky. Esse conceito defende que os movimentos econômicos estão inseridos em um ciclo, no qual nos períodos expansivos, em que o país se encontra com taxas positivas de crescimento do PIB e um cenário de investimento de longo prazo favorável, os agentes econômicos se sentem mais confortáveis em arriscar e mais tolerantes ao risco. Além disso, esses períodos também são caracterizados pela expansão da atuação do sistema financeiro e é nessa fase em que surgem a maioria das inovações financeiras, as quais são utilizadas para atender os anseios dos investidores em potencial.

Contudo, esse momento de euforia é seguido por um período de tensão em que os bancos passam a se tornar mais receosos frente aos riscos dos agentes e estes últimos urgem pelos retornos financeiros dos investimentos iniciais. Tais tensões podem ser revertidas se não houver contratempos, mas se a posição das empresas se deteriora, ou não é a esperada, a situação da economia pode se tornar crítica. Nesse caso, haveria retração econômica, uma vez que os bancos evitariam liberar crédito ou se o fizessem seria a altas taxas de juros, de modo a se resguardarem, e isso ocorreria em uma fase em que os agentes mais precisam de liquidez para pagarem as dívidas correntes.

Minsky classifica a posição financeira das empresas em três situações: (i) no *hedge*, a empresa gera caixa suficiente para quitar suas dívidas de curto e longo prazo e não é dependente de capital externo; (ii) em um *sistema especulativo*, a empresa ainda consegue pagar suas dívidas, mas está financeiramente arrojada e, caso o planejado ocorrer, então provavelmente ela se enquadrará no sistema *hedge* no futuro; (iii) contudo, se a situação do mercado piorar, a empresa entrará no *sistema Ponzi*; nesse momento, ela não é capaz nem de gerar receitas para quitar as dívidas de curto prazo e, portanto, se encontra em uma posição bastante delicada, dependente de financiamento externo, podendo inclusive chegar à falência.

Com base na avaliação dos dados financeiros das empresas brasileiras, pode-se dizer que a teoria de ciclos financeiros se enquadra no ocorrido na economia brasileira entre 2003 e 2016. Em um primeiro período, até a crise de 2008, a economia brasileira estava na fase de ascensão do ciclo; entre 2009 e 2014 houve um momento de estabilização econômica, facilmente percebido pela deterioração das finanças das empresas não financeiras brasileiras e pela maior atuação dos bancos no financiamento de investimentos; o período recessivo é alcançado em 2015, com um aumento do número de empresas no sistema Ponzi, falência de algumas delas e a maior dependência de capital externo.

Conclui-se também que a atuação do governo para conter os efeitos da crise de 2015-2016 foi inadequada, já que a tentativa de reduzir o déficit fiscal através do corte de gastos públicos e da diminuição da concessão de empréstimos via bancos públicos piorou o quadro econômico. As medidas adotadas pelo governo brasileiro foram na contramão das ideias defendidas por Minsky. Segundo esse autor, caberia ao governo aproveitar da sua capacidade de gerar grandes déficits para garantir os superávits dos setores privados. Caso o governo atuasse de forma mais ativa na crise, como a teoria minskyana propõe, é provável que a situação crítica não se aprofundasse tanto.

A retomada econômica precisa lidar com o cenário de fragilização financeira. É improvável pensar em crescimento econômico com altos níveis de endividamento tanto das famílias quanto das empresas. Além disso, a crise econômica gerada pela pandemia da Covid-19¹⁸ dificulta ainda mais o cenário brasileiro, já que a confiança dos investidores, nacionais e estrangeiros, está baixa.

Nesse sentido, é essencial a forte atuação do governo federal através de políticas públicas que retomem o poder de consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo. Como primeira etapa seria fundamental a revogação do teto dos gastos ou, em uma situação mais conservadora, sua manutenção, porém excluindo os investimentos públicos. O Brasil possui uma gama de oportunidades para ampliação da produção e do investimento, tais como: a utilização da capacidade ociosa nas indústrias e no setor de construção civil; a necessidade de saneamento básico em inúmeras regiões do país, considerando que quase metade da população brasileira não é atendida por rede de esgoto e 16% não tem água tratada¹⁹; a necessidade de melhorar e baratear o escoamento de produtos, através da revitalização das estradas federais e da utilização de meios de transporte alternativos, que são pouco explorados no país, a exemplo do sistema ferroviário e do transporte hidroviário; a ampliação da produção de energia com foco nas abundantes fontes renováveis disponíveis em solo nacional, em especial a energia solar; dentre diversas outras possibilidades.

Para o caso da saúde financeira, seria fundamental um plano de refinanciamento das dívidas de empresas e famílias, já que ambas foram profundamente afetadas pela crise de 2015 e pela pandemia de Covid-19. Caso as iniciativas da retomada dos investimentos e do

¹⁸ A pandemia da Covid-19 foi causada pela disseminação mundial do vírus SARS-CoV-2, iniciada no final de 2019 na China e que chegou ao Brasil no começo de 2020. Por conta das restrições sanitárias e quarentenas realizadas para reduzir a disseminação do vírus, a produtividade de diversos setores reduziu ou foi interrompida, o que abalou toda a economia mundial.

¹⁹ Esses dados foram retirados de: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/06/24/raio-x-do-saneamento-no-brasil-16percent-nao-tem-agua-tratada-e-47percent-nao-tem-acesso-a-rede-de-esgoto.ghtml>. Acessado em: 03/07/2021.

refinanciamento das dívidas fossem bem executadas seria possível vislumbrar a retomada do crescimento econômico. Para tanto, é fundamental a atuação do “Grande Governo” brasileiro, direcionando os rumos do país para o desenvolvimento e garantindo um ambiente favorável e próspero para que os agentes retomem a confiança.

REFERÊNCIAS

- ABRAMIDES, M. B. C. Lutas sociais e desafios da classe trabalhadora: reafirmar o projeto profissional do serviço social brasileiro. **Serviço Social**, São Paulo, n. 129, p. 366-386, maio/ago. 2017.
- ALMEIDA, J. S. G.; CINTRA, M. A. M.; JACOB, C. A.; NOVAIS, L. F.; FILLETI, J. P. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. *In*: CINTRA, M. A. M.; FILHO, E. B. S. **Financiamento das corporações**: perspectivas do desenvolvimento brasileiro. Brasília, Ipea, 2013, livro 3, p. 15-68.
- ALMEIDA, J. S. G.; NOVAIS, L. F.; ROCHA, M. A. A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise. **Texto para Discussão**. Unicamp. IE, Campinas, n. 281, set. 2016.
- ALMEIDA, L. F. R. Entre o nacional e o neonacional-desenvolvimentismo: poder político e classes sociais no Brasil contemporâneo. **Serviço Social e Sociedade**, São Paulo, n. 112, p. 689-710, out./dez. 2012.
- ANDERSON, P. A. Crise no Brasil. **Resistir.info**, 2016. Disponível em: <https://www.resistir.info/brasil/p_anderson_16abr16.html>. Acesso em: 7 mai. 2020.
- BACHA, E. Saída para a crise tem mão dupla. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 23-27, 2017.
- BASTOS, P. P. Z. Ascensão e crise do governo Dilma Rousseff e o golpe de 2016: poder estrutural, contradição e ideologia. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 21, n. 2, p. 1-63, 2017.
- BRAGA, R.; SANTANA, M. A. Dinâmicas da ação coletiva no Brasil contemporâneo: encontros e desencontros entre o sindicalismo e a juventude trabalhadora. **Caderno CRH**, Salvador, v. 28, n. 75, p. 529-544, set./dez. 2015.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Crise e recuperação da confiança. **Revista de Economia Política**, vol. 29, p. 133-149, jan./mar. 2009.
- CARLEIAL, L. M. F. Política econômica, mercado de trabalho e democracia: o segundo governo Dilma Rousseff. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 29, n. 85, p. 201-214, set./dez. 2015.
- CARNEIRO, R. Velhos e novos desenvolvimentismos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, núm. esp., p. 749-778, dez. 2012.
- CARNEIRO, R. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. **Texto para discussão**. Unicamp. IE, Campinas, n. 344, ago. 2018.
- CARVALHO, F. J. C. **Keynes e os Pós-Keynesianos**: Princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção. 1ª ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.

CARVALHO, L. **Valsa Brasileira: Do boom ao caos econômico**. 1ª ed. São Paulo: Todavia, 2018.

CASTILHO, D. R.; LEMOS, E. L. S.; GOMES, V. L. B. Crise do capital e desmonte da seguridade social: desafios (im)postos ao Serviço Social. **Serviço Social e Sociedade**, São Paulo, n. 30, p. 447-466, set./dez. 2017.

CEMEC (CENTRO DE ESTUDOS DO IBMEC). **Como as empresas não financeiras se financiam e a participação do mercado de dívida corporativa: 2010-2014**. Fev. 2015. Disponível em: <http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-02-2015.pdf> . Acessado em: 08/07/2021.

CEMEC (CENTRO DE ESTUDOS DO IBMEC). **Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento das empresas não financeiras período 2010 ao terceiro trimestre de 2017**. Jan. 2018. Disponível em: <http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-02-2018.pdf> . Acessado em: 08/07/2021.

CEMEC (CENTRO DE ESTUDOS DO IBMEC). **Mercado de capitais aumenta sua participação no financiamento das empresas**. Set. 2018. Disponível em: <http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-07.pdf> . Acessado em: 08/07/2021.

CEMEC (CENTRO DE ESTUDOS DO IBMEC). **Situação financeira das empresas da amostra Cemec Fipe**. 2019. Disponível em: http://cemecfipe.org.br/?page_id=990 . Acessado em: 08/07/2021.

CORAZZA, G. Ciência e método na história do pensamento econômico. **Revista de Economia**, v. 35, n. 2, p. 107-135, maio/ago. 2009.

CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. M.; FEIJO, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1127-1148, dez. 2017.

DATHEIN, R. **O crescimento do desemprego nos países desenvolvidos e sua interpretação pela teoria econômica: as abordagens neoclássica, keynesiana e schumpeteriana**. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2000.

DEOS, S. S. Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 19, n. 2, p. 38-61, 1998.

DOWBOR, L. Entender a crise, retomar as conquistas. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 89-95, 2017.

GENTIL, D.; HERMANN, J. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 3, p. 793-816, dez. 2017.

HERMANN, J. Da liberalização à crise financeira norte-americana: a morte anunciada chega ao Paraíso. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 1, jan./mar. 2009.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KEYNES, J. M. Teorias alternativas da taxa de juros. In: **Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia**. 3ª ed. Brasília: IPEA, 2010, p. 55-72.

LACERDA, A. C. Dinâmica e evolução da crise: discutindo alternativas. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, 2017.

LIMA, L. G.; FONSECA, P. C. D. **Intepretações da política econômica nos governos Lula e Rousseff**. In: Anais do XXII Encontro de Economia da Região Sul (Anpec-Sul). Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2019.

MEDEIROS, C. A. A economia brasileira no novo milênio: continuidade e mudanças nas estratégias de desenvolvimento. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 21, n. 2, núm. esp., p. 1-16, 2017.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século Editora, 2009.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**. Campinas: Editora da Unicamp, 2011.

NAPPI, J. F.; BOTELHO, M. R. A; CRUZ, F. N.; MARINS, N. T. **Estrutura de Capital das empresas não financeiras no Brasil: evidências para 2009-2017**. In: Anais do XII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2019.

OLIVEIRA, R. F.; SCHIOZER, R. F.; LEÃO, S. Atuação de bancos estrangeiros no Brasil: mercados de crédito e derivativos de 2005 a 2011. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, n. 15, p. 162-198, mar./abr. 2014.

OREIRO, J. L. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283-312, nov. 2011.

PAULA, L. F.; ALVES JÚNIOR, A. J. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: uma análise pós-keynesiana da preferência pela liquidez. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 24, n. 2, p. 1-32, 2020.

PRADO, L. C. D. A Economia Política da Grande Depressão da Década de 1930 nos EUA: Visões da Crise e Política Econômica. In: LIMONCI; MARTINHO (Org.). **A Grande Depressão: Política e Economia na Década de 1930 - Europa, Américas, África e Ásia**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.

PINTO, C. R. J. A trajetória discursiva das manifestações de rua no Brasil (2013-2015). **Lua Nova**, São Paulo, v. 100, p. 119-153, 2017.

REZENDE, F. **Financial fragility, instability and the Brazilian crisis: a Keynes-Minsky-Godley approach**. Multidisciplinary Institute for Development and Strategies – MINDS, 2016. (Discussion Paper n. 1).

ROLIM, L.; CATTAN, R.; ANTONIOLI, J. **Fragilidade financeira das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2014: uma análise a partir de Minsky**. In: Anais do IX Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). São Paulo, 2016.

SANTOS, F. A. **A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?**. Dissertação (Mestrado) – Instituto de economia – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2000.

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas. **Novos estudos**, São Paulo, v. 102, p. 39-67, jul. 2015.

VIANA, A. L. D.; SILVA, H. P. A política social brasileira em tempos de crise: na rota de um modelo social liberal privado? **Caderno de Saúde Pública**, Rio de Janeiro, v. 31, n. 12, p. 2471-2474, dez. 2015.