

A IMPORTÂNCIA DOS BANCOS PÚBLICOS BRASILEIROS NA CRISE FINANCEIRA DE 2008: UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA

Fabio Tavares Lobato¹

RESUMO: Esse artigo teve por objetivo evidenciar a importância dos bancos públicos na condução da política contracíclica após a Crise Financeira Internacional (CFI) de 2008 na economia brasileira. Apresentamos as políticas contracíclicas na concepção pós-keynesiana centrando a análise em Keynes e Minsky para logo em seguida discutir a importância do papel dos bancos públicos na oferta de crédito na economia para efetivação destas políticas contracíclicas. Neste contexto, foi necessária uma breve descrição da CFI, sua origem, desenvolvimento e o impacto na economia mundial e seus desdobramentos no Brasil, além da evolução do crédito antes, durante e após a CFI. Os resultados encontrados indicam que os bancos públicos cumprem um papel importante de fonte de crédito essencial ao crescimento econômico nacional.

Palavras-chave: Políticas Econômicas Pós-Keynesianas; Crise Financeira Internacional de 2008; Bancos Públicos; Economia Brasileira.

ABSTRACT: This article aimed to highlight the importance of public banks in conducting countercyclical policy after the 2008 International Financial Crisis (CFI) in the Brazilian economy. We present countercyclical policies in the post-Keynesian conception, centering the analysis on Keynes and Minsky and then immediately discuss the importance of the role of public banks in offering credit in the economy to implement these countercyclical policies. In this context, it was necessary to briefly describe the CFI, its origin, development and the impact on the world economy and its consequences in Brazil, in addition to the evolution of credit before, during and after the CFI. The results found indicate that public banks play an important role as a source of credit essential to national economic growth.

Key Words: Post-Keynesian Economic Policies; 2008 International Financial Crisis; Public Banks; Brazilian Economy.

Data da submissão: 27-07-2020

Data do aceite: 13-08-2020

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira internacional (CFI) de 2008, originada no mercado imobiliário norte-americano, atingiu proporções jamais vistas desde a Grande Depressão de 1929-1933, impactando na economia mundial devido ao avanço da globalização comercial e financeira, a ponto, inclusive, de causar uma grande recessão econômica mundial.

Em um ambiente de incerteza e pessimismo quanto ao futuro por parte dos empresários, estes passam a ter preferência pela liquidez (entesourando da moeda), cuja consequência é a insuficiência de demanda efetiva e o desemprego. Nesta situação, segundo Keynes o Estado passa a ser o agente promotor fundamental do investimento, dinamizando a demanda efetiva, como solução imediata para a redução do desemprego. Portanto, se fazem necessárias políticas monetária e fiscal ativas, capazes de criarem um ambiente institucional favorável à expansão do consumo e à realização do investimento produtivo.

Neste cenário, os bancos públicos tiveram papel ativo na política monetária contracíclica brasileira, mitigando os efeitos negativos ocasionados pela CFI sobre as operações de crédito no Sistema Financeiro Brasileiro (SFB). Diversos estudos tentam explicar o papel e a importância dos bancos públicos e porque eles são criados, embora não haja um consenso sobre seus benefícios e sua eficácia.

¹ Mestre em Economia (UFRGS) e professor da Universidade de Cuiabá - UNIC (Sorriso/MT)

Entretanto, um dos argumentos favoráveis aos bancos públicos é de que eles podem ser muito úteis na estabilização do crédito em épocas de choques macroeconômicos, através de uma atuação contracíclica, ou seja, diminuindo mais lentamente o volume dos empréstimos durante as recessões e aumentando menos durante as expansões em comparação com os bancos privados. Neste momento em que aumentam as discussões sobre privatizações dos bancos públicos e se discute qual o papel e a relevância da manutenção deles como participantes ativos nas políticas de desenvolvimento econômico e social é que se justifica o tema deste artigo.

Assim, à luz da teoria pós-keynesiana, buscamos evidenciar a importância dos bancos públicos como provedores de crédito na economia na operação de política monetária contracíclica no SFB e seu papel relevante na dinâmica econômica após a CFI. O artigo está estruturado em três seções, além desta introdução; a seção 2 apresenta as políticas contracíclicas na concepção pós-keynesiana e o papel dos bancos públicos; a seção 3 apresenta a CFI e seus desdobramentos no Brasil e a evolução do crédito e, por fim, na última seção encontram-se as considerações finais.

2. POLÍTICAS CONTRACÍCLICAS NA CONCEPÇÃO PÓS-KEYNESIANA E O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NAS REFERIDAS POLÍTICAS

2.1 POLÍTICAS CONTRACÍCLICAS NA CONCEPÇÃO PÓS-KEYNESIANA

Para Keynes (1996), em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (TG), as expectativas são fundamentais para a determinação dos níveis de produto e emprego. Segundo ele, as expectativas de curto prazo estão relacionadas às decisões de produzir, ao passo que as expectativas de longo prazo estão relacionadas à expansão dos investimentos.

Desta forma, numa situação de incerteza por parte dos empresários, que têm expectativas pessimistas quanto ao futuro, há o entesouramento de parcela da renda (preferência pela liquidez), gerando, assim, insuficiência de demanda efetiva e desemprego.

Em suma, a ideia de Keynes é mostrar que uma parte substancial da renda é entesourada para fins de especulação em face da incerteza acerca do valor futuro dos preços dos ativos (FERRARI FILHO, 2006b, p.224).

O investimento é a variável fundamental do pensamento keynesiano, que resulta da função das expectativas de renda esperada, do preço de oferta do bem de capital, da taxa de juros monetária e do crédito. Tomada a decisão de investir, os empreendedores buscam no sistema financeiro parte do financiamento necessário, pois é através dele que será gerada liquidez. Portanto, a moeda é capaz de alterar o produto e o emprego no ambiente econômico, tanto no curto com no longo prazo.

Para Keynes a moeda não é neutra, pois ela afeta variáveis reais, tais como produção e desemprego. O dinheiro não é usado apenas como meio de troca, mas também como reserva de valor. Os economistas keynesianos afirmam que estes motivos são menos afetados pela renda ou por transações do que pelas taxas de juro.

A análise de Keynes sobre economia monetária pode ser resumida considerando a ideia básica de que não há mecanismo de mercado que garanta a priori a estabilidade da economia, pois a moeda – como representação geral da riqueza – afeta motivos e decisões dos agentes econômicos em um contexto de incerteza. Em outras palavras, a moeda não é neutra: ela influencia as escolhas que são feitas como um meio de conservar a riqueza (FERRARI FILHO, 2006a, p. 9).

Segundo Keynes os agentes podem guardar dinheiro por outros motivos que não comprar mercadorias. Podem, por exemplo, querer poupar parte de sua renda. Se essa poupança não fosse emprestada a outros (por meio dos bancos) e investida na economia (como capital), o dinheiro não mais circularia. Como as pessoas guardam o dinheiro, a procura por bens seria menor do que o valor dos bens produzidos, o que ele chamou de insuficiência de demanda, levando ao desemprego.

Na situação de insuficiência de demanda, o Estado é fundamental, como agente promotor do investimento, dinamizando a demanda efetiva, uma das formas de solução para o desemprego de recursos. Para Keynes, políticas monetária e fiscal ativas criam um ambiente institucional favorável à expansão do consumo e à realização do investimento produtivo.

Para Keynes o processo de investimento é complexo e o sistema bancário assume um papel importante no processo de criação de moeda e do crédito.

[E]m regra o financiamento da formação de capital fixo envolve dois momentos distintos. Primeiro, o empresário levanta recursos monetários, sobretudo pela forma de empréstimos bancários de curto prazo, para realizar seu investimento. Depois, ele deve equacionar mais adequadamente os prazos de suas obrigações *vis-à-vis* o de maturação do investimento (MODENESI, 2007, p. 83).

Primeiro, o empresário obtém o *finance*, que é uma provisão de recursos monetários ofertados pelos bancos provenientes do estoque de moeda existente que circula na economia como contraparte da circulação de bens e serviços. Caso ocorra um aumento dos gastos dos agentes econômicos resultante do aumento da taxa de acumulação da economia, caberia aos bancos ampliar o crédito além do estabelecido pelos depósitos realizados pelos poupadores. Portanto, a taxa de investimento deixaria de ser constante, exigindo ampliação da oferta de moeda pela expansão do crédito por parte do sistema bancário.

Uma estrutura financeira funcional é aquela que expande com flexibilidade o uso de recursos existentes na economia (dimensão de alocação de recursos) com um mínimo possível de fragilidade financeira, em momentos de crescimento (dimensão estabilidade do sistema financeiro), permitindo a realização do *funding* com custos de financiamentos reduzidos (MODENESI, 2007, p. 85).

Partindo da base teórica das contribuições da teoria pós-keynesiana, em que os bancos têm um papel central na dinâmica monetária e financeira de uma economia de mercado, pois, não são entidades neutras nas intermediações de recursos reais, mas, sim, entidades dinâmicas, cujo comportamento afetam motivos e decisões dos agentes e as condições de liquidez e financiamento (PAULA e OREIRO, 2007).

“Os bancos em condição de incerteza têm preferência pela liquidez, compondo seu portfólio a partir da conciliação entre lucratividade e liquidez. Dessa escolha, depende a maior ou menor criação de crédito, depósito e moeda na economia, independente da avaliação do tomador de crédito (PAULA e OREIRO, 2007, p. XVII).

Os pós-keynesianos se dedicam à análise dos aspectos macroeconômicos da atuação das instituições financeiras (IF) (DAVIDSON, 1978, 1986 e 1994; STUDART, 1995 e 1999; CARVALHO, 1997), além de aspectos microeconômicos relacionados à dimensão macroeconômica (DYMSI, 1988; PAULA, 1998 e 1999; CARVALHO, 1998). A literatura aponta para o papel fundamental que as IF têm na atividade de criação da moeda-crédito: “Os bancos são criadores ativos de moeda, via concessão de crédito não necessariamente baseado em depósitos prévios” (MODENESI, 2007, p. 85).

Então, se ao primeiro sinal de crise os indivíduos começarem a poupar, as empresas que dependem do consumo serão obrigadas a reduzir a produção e, conseqüentemente, a dispensar seus trabalhadores. Esta preocupação com o futuro incerto que reduz o consumo pode gerar uma queda mais que proporcional nos gastos resultantes do efeito multiplicador keynesiano, que explica porque choques relativamente pequenos na economia podem levar, as vezes, a uma recessão.

Tal mecanismo se retroalimenta ampliando a redução nos gastos e a única maneira de reversão desse processo é que algum agente passe a gastar mais. As empresas e os consumidores em uma situação destas não estão dispostos a isso, pelos motivos de incerteza quanto ao futuro. No entanto, essa reversão recai sobre o governo, que poder aumentar seu gasto através do gasto público em obras e programas de governo. Vem desse movimento a grande colaboração do pensamento keynesiano para a economia moderna: em caso de profunda recessão a melhor saída seria um grande pacote de estímulos do governo à atividade econômica.

Segundo Cassidy (2011), Keynes não concordava com o argumento de que a política monetária é desnecessária, uma vez que o banco central pode cortar os juros e com isto estimular a economia. Para Keynes, quando a economia entrava em recessão as pessoas buscavam fugir de investimentos financeiros ariscados como ações, transformando-as em moeda. Esse aumento da propensão a entesourar provoca um efeito contrário no mecanismo de recuperação do livre mercado que, com a queda dos juros, aponta para um aumento do investimento e estímulo ao consumo.

Por mais que o banco central emita moeda como instrumento de política monetária, os consumidores e as empresas tendem a guardar o dinheiro extra, em vez de gastá-lo. Para Keynes isso pode levar a uma armadilha de liquidez, onde novos aumentos na oferta de moeda provocam pouco ou nenhum impacto sobre as taxas de juros ou no gasto.

Em suma, o comportamento dos bancos é visto como fundamental para a determinação da taxa de juros dos empréstimos, do valor dos contratos e do preço dos ativos financeiros e de capital. Outro aspecto destacado por Keynes sobre o papel do sistema bancário refere-se ao fato de que os bancos podem atender à demanda de financiamento para fins de investimento (motivo *finance*), através da criação de moeda-crédito. O papel do sistema financeiro se completa nesse circuito na medida em que a poupança gerada no processo de investimento se transforma em *funding* de longo prazo destinado a liquidar a dívida contraída na operação de *finance*.

Segundo Minsky (2013), na sua concepção da Hipótese da Fragilidade Financeira (HFF) as flutuações dos níveis de atividade econômica e do emprego são resultados da evolução endógena da estrutura do passivo das empresas, comumente fragilizadas em função da volatilidade dos investimentos e das incertezas dos fluxos de caixa.

Para Minsky, a economia capitalista possui endogenamente uma estrutura financeira sujeita a crise, pois o excesso de alavancagem torna a economia mais vulnerável. Isto se explica pelo fato de que em períodos de estabilidade e prosperidade econômica os agentes econômicos têm uma postura mais especulativa com excesso de alavancagem (endividamento), assumindo maiores riscos, onde substituem dívidas de curto prazo por dívidas de longo prazo

Assim, ocorre uma expansão da produção, resultando em um processo de inflação de ativos, onde as receitas se tornam incertas e os custos maiores, provocando desequilíbrios nos balanços patrimoniais que acarretam deflação dos ativos e consequentemente uma crise.

A instabilidade emerge quando um período relativamente tranquilo de crescimento se transforma em um *boom* especulativo. Isso ocorre porque as estruturas de obrigações aceitáveis e desejadas das firmas (corporações) e as formas de atuação dos intermediários financeiros mudam em resposta aos sucessos econômicos (MINSKY, 2013, p.194).

Portanto, segundo a HFF as flutuações cíclicas da economia são decorrentes da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, uma vez que a postura especulativa assumida nos períodos de crescimento gera aumento da fragilidade financeira.

Para Minsky a estrutura de financiamento ocorre de três formas. Em um primeiro momento os bancos emprestam apenas para firmas que conseguem gerar recursos suficientes e mais que necessários para pagar seus empréstimos (financiamento de *hedge*). Em seguida, enquanto o ciclo de expansão continua, o senso de precaução diminui e o SF começa a emprestar para firmas que conseguem pagar os juros e não o capital, tendo, assim, que rolar as dívidas em intervalos regulares (financiamento especulativo). E, por fim, em um terceiro momento os bancos emprestam para quem não consegue nem pagar os juros (financiamento Ponzi), necessitando de um novo financiamento para pagar o passivo, a ponto de liquidar seus ativos, o que faz com que os preços caiam rapidamente, podendo resultar em uma recessão que leva a uma instabilidade no sistema econômico.

A combinação de situações de *hedge*, especulativa e Ponzi é um dos grandes determinantes da estabilidade dos sistemas econômicos. A presença de um grande número de empresas em situação Ponzi ou especulativa é a condição necessária para a instabilidade financeira” (MINSKY, 2013, p.234).

Na teoria de Minsky as decisões de investimento, por parte dos empresários, são também as decisões de emprestar, por parte dos bancos, ambas tomadas em um cenário de incerteza. As inovações financeiras e a desregulamentação do SF tendem a propiciar um aumento no grau de alavancagem e exposição ao risco do SF.

Segundo Minsky, são os bancos que criam crédito para financiar o investimento, através da moeda bancária (escritural) independente da existência de depósitos prévios. Ao mesmo tempo em que os bancos são essenciais para o financiamento do investimento, o comportamento deles induz a instabilidade financeira, pois eles oferecem inovações financeiras para a captação de recursos que propiciam os processos de alavancagem financeira. Somado a isto, em um ambiente de incerteza os bancos têm preferência pela liquidez.

Os bancos, em um contexto de otimismo, realizam empréstimos com prazos maiores, elevam os riscos dos ativos, diminuindo suas margens de segurança. Por outro lado, em um contexto pessimista, eles diminuem volume e os prazos dos empréstimos, adotando uma postura de maior liquidez. Para que o financiamento do investimento ocorra é necessário haver convergência nas expectativas das empresas e dos bancos.

Portanto, a convergência do otimismo dos empresários e a expansão endógena da oferta de crédito por parte dos bancos podem levar à fragilização financeira e, consequentemente, à crise.

2.2 O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS BRASILEIROS COMO PARTE DAS POLÍTICAS CONTRACÍCLICAS

Os bancos públicos estão presentes no SFB desde sua criação, participando ativamente do desenvolvimento econômico brasileiro. Grande parte da discussão acadêmica sobre o papel dos bancos públicos reside no fato de haver falhas de mercado deixadas pela atuação dos bancos privados, uma vez que existem segmentos econômicos, áreas geográficas e modalidades de crédito e serviços financeiros que não interessam ao setor privado.

Para Giambiagi *et al.* (2009) a literatura internacional sobre bancos públicos é extensa e pouco conclusiva, voltada para a determinação da eficiência (público *versus* privado). O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), em 2005, discutiu o papel dos governos no setor bancário:

“Segundo o documento há quatro tipos de diferentes justificativa para a participação oficial no setor financeiro: i) manter a segurança e solidez do sistema bancário; ii) minorar as falhas de mercado causadas pelo auto custo dos empréstimos e/ou pela assimetria de informações; iii) financiar projetos socialmente valiosos, mas sem rentabilidade financeira correspondente; e iv) promover o desenvolvimento financeiro e proporcionar serviços bancários acessíveis a regiões isoladas” (Giambiagi *et al.*, 2009, p.270).

Giambiagi *et al.* (2009), entretanto, chama a atenção para o fato que a avaliação dos bancos públicos não devem apenas levar em conta o desempenho dos resultados financeiros, mas também seus objetivos.

“Se a eles cabe apoiar setores que produzem bens públicos ou externalidades importantes para o resto da economia, não se pode esperar que seus resultados financeiros sejam comparáveis diretamente aos do setor privado” (Giambiagi *et al.*, 2009, p.270).

Deos e Mendonça (2010) compartilham a visão de que os bancos públicos podem e devem ocupar um papel importante na economia mesmo quando exista sistema financeiro desenvolvido, atuando em segmentos onde não há interesse do capital privado ou mesmo como agente de política financeira pública caso seja relevante para a dinâmica da economia. Os bancos públicos, devem atuar ainda em outras duas dimensões:

(a) a regulação da concorrência nos mercados onde atuam; e (b) a atuação anti-cíclica, quer no sentido de evitar a formação de um sistema com alto grau de fragilidade financeira (no sentido minskyano), mas talvez em especial em momentos de grande fragilização dos sistemas financeiros, estabelecendo uma rede de segurança informal e/ou garantindo a manutenção de operações de crédito (DEOS e MENDONÇA 2010, p.64)

Para Carvalho, Oliveira e Tépessê (2010) a defesa da atuação dos bancos públicos se baseia na oferta de recursos de longo prazo e no atendimento de demandas em segmento e regiões onde não há interesse dos bancos privados. Carvalho, Oliveira e Tépessê (2010) afirmam que em momentos de crise ocorre uma corrida aos bancos públicos em busca de segurança aumentando a concentração dos depósitos em relação aos bancos privados.

Esse movimento facilita a intervenção estatal estabilizadora por três motivos: (i) o ‘porto seguro’ dos bancos estatais contribui para manter a confiança do público no sistema bancário; (ii) o aumento de depósitos facilita o refinanciamento do sistema interbancário por esses bancos e reduz a exigência de intervenção do BC; e (iii) a capilaridade de suas redes facilita a oferta de crédito. (CARVALHO, OLIVEIRA e TEPASSÊ, 2010, p. 67).

Araujo (2011a) apresenta três abordagens na literatura sobre o papel dos bancos públicos na economia: i) a visão convencional; ii) a existência de falhas de mercado; iii) a keynesiana. A abordagem da visão convencional está sintetizada no modelo Gurley e Shaw (1955), que atribui ao mercado financeiro o papel de intermediar e transferir recursos dos agentes superavitários para os deficitários. A taxa de juros deve ser flexível o suficiente para equilibrar a oferta e a demanda de fundos de empréstimos. Assim, segundo Gurley e Shaw (1995), o livre mercado promove a alocação eficiente dos recursos. Esse modelo e a hipótese de repressão financeira de Shaw e McKinnon (1973) formam o corpo teórico básico da liberalização dos mercados financeiros (ARAUJO, 2011a, p.10).

A segunda abordagem presume que ocorram falhas de mercado, que impedem que os resultados da abordagem convencional sejam alcançados, principalmente pela incompletude do mercado financeiro nas economias menos desenvolvidas, onde os mercados de capital são incipientes e os mercados acionários, muitas vezes não existem. Nesta abordagem os bancos privados tendem a se interessar mais pelos empréstimos de curto prazo, deixando de lado os de

longo prazo, com baixa rentabilidade e alto risco. Entretanto, aqui os bancos de desenvolvimento seriam a forma ideal de enfrentar essas falhas (ARAUJO, 2011a, p.11).

A terceira abordagem é de matriz keynesiana que parte do princípio da demanda efetiva. Essa abordagem inverte a causalidade da poupança para o investimento, presente na abordagem convencional, para a causalidade do investimento para a poupança. Aqui o investimento depende das decisões dos empresários, com base no retorno esperado dos ativos, sendo o seu financiamento via sistema bancário, que cria moeda escritural e sua preferência pela liquidez.

Segundo Soihet e Cabral (2012, p.3), a literatura convencional da intermediação financeira serve “para mitigar problemas de assimetria de informação e da “incompletude” dos contratos”. Segundo eles, a literatura convencional baseia-se em duas vertentes: a visão do desenvolvimento e a visão política.

A visão do desenvolvimento é associada à Gerschenkron (1962), que foca na necessidade de ter instituições financeiras públicas voltadas ao desenvolvimento e crescimento econômico (LA PORTA, LOPEZ – DE-SILANES E SHLEIFER *apud* SOIHET e CABRAL, 2002, p.3). Por exemplo,

os bancos de desenvolvimento são uma forma de intervenção governamental no sistema financeiro, com o objetivo de suprir as falhas do mercado na oferta de financiamento, fornecendo crédito para os segmentos de mercado que não são bem servidos pelo setor privado. Esses segmentos incluem projetos cujos benefícios sociais excedem os seus fins comerciais; projetos de longo prazo, projetos de risco tais como aqueles cujos empreendimentos exigem novas tecnologias, projetos em regiões pobres ou distantes, e por fim os pequenos e novos que não têm garantia colateral. A autora estabelece seis princípios sob os quais os bancos de desenvolvimento sejam eficazes: um ambiente favorável, regulação do mandato, supervisão, governança e gestão financeira e avaliação de desempenho. No entanto, sublinha que os bancos de desenvolvimento continuam a ser uma iniciativa incerta para o governo, mas que mediante circunstâncias corretas e supervisão adequada podem ser um instrumento útil para alcançar seus objetivos, ou seja, ser um canal para o desenvolvimento da sociedade (THORNE *apud* SOIHET e CABRAL, 2011, p.5).

A visão política sustenta que os bancos públicos, através dos seus financiamentos, politizam a alocação de recursos para fins de obtenção de votos e não perseguem as restrições orçamentárias; portanto, eles têm uma baixa eficiência (LA PORTA, LOPEZ –DE-SILANES E SHLEIFER *apud* SOIHET e CABRAL, 2002, p.3). Assim, as instituições públicas existem por razões políticas e não econômicas, enfatizando a ideia de corrupção e incompetência da burocracia estatal, defendendo as privatizações.

[O]s bancos públicos têm piores indicadores financeiros que os dos bancos privados, apresentam uma menor rentabilidade uma vez que fornecem créditos subsidiados ou direcionados e por fim ao desempenhar o papel de emprestador de última instância oneram seus passivos. Do ponto de vista econômico, a política ótima é a privatização para os governos que possuem um histórico de mau desempenho dos bancos públicos. Esta solução não só pode economizar o dinheiro público, através da eliminação dos subsídios, como também pode melhorar o desempenho de suas economias, garantindo que o crédito será canalizado via mercado e não através de funcionários do governo (CAPRIO *et al* *apud* SOIHET e CABRAL, 2005, p. 5).

Como contraponto à visão convencional, tem-se, entre outras, a visão de pós-keynesiana de Minsky. Segundo Soihet e Cabral (2012):

Na síntese neoclássica, o sistema bancário, especialmente o banco comercial, é mecânico, estático e passivo, ou seja, são neutros na medida em que não tem impacto significativo sobre o comportamento da economia. Com relação à atuação bancária, Minsky assim como Keynes, também admitiu que os bancos são agentes ativos, pois não apenas recebem de forma passiva os recursos de acordo com as escolhas do público, mas procuram interferir nessas escolhas das mais diferenciadas formas para que consigam lucrar ainda mais (SOIHET e CABRAL 2012, p. 5)

No Brasil, Araujo (2011b) identifica quatro grandes dimensões de atuação dos bancos públicos: i) atuação setorial (industrial, rural e imobiliário), desempenhada basicamente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF); ii) atuação no desenvolvimento regional, também desempenhada pelo BNDES, BB e CEF, acrescidas do Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e do Banco da Amazônia (Basa); iii) atuação anticíclica na oferta de crédito; e iv) atuação na expansão da bancarização das classes de menor renda.

A gestão de fundos de natureza para-fiscal possibilitam os bancos públicos federais a atuarem com instituições de fomento, pois têm acesso a fontes estáveis de recursos de baixo custo como o Fundo de Garantia por Tempo de

Serviço (FGTS) gerido pela CEF, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) administrado pelo BNDES, e o Fundo Constitucional de Financiamento para o Centro-Oeste (FCO), gerido pelo BB.

Diante disso, o financiamento da infraestrutura e da indústria (máquinas e equipamentos) fica principalmente a cargo do BNDES, muito embora o BB e a CEF também possuam linhas de crédito para atender esses setores. O BB se destaca como a principal instituição provedora do crédito rural e a CEF aparece como a principal provedora de crédito imobiliário.

3. A CFI E SEUS DESDOBRAMENTOS NO BRASIL E A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO

3.1 UMA BREVE DESCRIÇÃO DA CFI

A CFI que se abateu sobre a economia mundial foi, sobretudo, uma crise da globalização financeira, resultado da criação de um mercado financeiro global e da intensificação dos fluxos de capitais entre os países (FERRARI FILHO e PAULA, 2011). Ela se origina basicamente como uma crise de crédito no mercado imobiliário americano, em função da desregulamentação financeira norte americana nos anos 1990 (*Glass-Steagall Act*, 1933, e *Federal Deposit Insurance Corporation*, normas que protegiam os depositantes do sistema financeiro contra perdas e limitavam o risco de exposição/alavancagem dos bancos).

A desregulamentação financeira possibilitou a proliferação do *shadow banking*, isto é, instituições não bancárias (sistema financeiro secundário) que passam a atuar como quase-bancos no mercado de crédito, ficando à margem do arcabouço regulatório, o que os torna mais dinâmicos que as instituições bancárias tradicionais. No *shadow banking system* enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes, os *hedge funds*, os fundos de pensão, as seguradoras, os bancos regionais especializados em crédito hipotecário e as agências patrocinadas pelo governo.

Os bancos, que desde os anos 1980 buscavam diversas maneiras de retirar os riscos de crédito de seus balanços e torná-los mais líquidos, passaram a utilizar, de forma mais intensa, inovações financeiras com o objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos acordos de Basiléia. Mas, essa estratégia só foi viável porque outros agentes se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir esses riscos contra um retorno que, à época, parecia elevado. Esses agentes foram às instituições financeiras que formam o chamado *shadow banking system*. (FARHI *et al.*, 2009, p.113).

Farhi *et al.* (2009) apontam a emergência desse sistema bancário sombra associada ao fato de que os bancos submetidos ao processo de regulação recorreram à crescente utilização de um conjunto de instrumentos para retirar riscos de seus balanços e viabilizar o aumento da alavancagem. Processo conhecido por arbitragem regulatória, principalmente aos chamados produtos estruturados – instrumentos resultantes da combinação entre um título representativo de um crédito (debêntures, bônus, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito etc.) e um leque de derivativos financeiros – e aos derivativos de crédito.

A desregulamentação financeira, embalada pela prosperidade iniciada nos anos 1990 e 2000, em um ambiente de reduzida pressão inflacionária, baixas taxas de juros e maior liberdade dos fluxos de capitais, foi o cenário perfeito para que as instituições financeiras disseminassem as inovações financeiras como derivativos de crédito e processos de securitização, capazes de propiciar uma maior rentabilidade para manter a lucratividade dos ativos. Diante desse cenário, o sistema financeiro secundário passou a ser mais dinâmico e assumiu maiores riscos.

A inovação financeira que estabeleceu de fato a CFI foi o mercado *subprime* de financiamento de hipotecas. Este mercado resultou das inovações financeiras, de contratos hipotecários e processos de securitização, que possibilitaram a expansão do sistema financeiro imobiliário dos Estados Unidos (EUA), através de operações de maior risco, denominadas de *subprime*. A expressão *subprime* deriva de uma categoria de tomadores de crédito que estavam excluídos do mercado hipotecário por não terem histórico de crédito e renda não comprovada, e os tomadores que possuíam histórico de crédito eram de alta inadimplência (FERRAZ, 2013).

O mecanismo de financiamento era o seguinte: as instituições financeiras, estimuladas pela elevação dos preços dos imóveis e pelas baixas taxas de juros praticadas pelo *Federal Reserve Board* (FED), passaram a conceder empréstimos imobiliários lastreados por hipotecas para tomadores de alto risco.

Para mitigar os riscos de tais operações, elas transformavam essas dívidas em títulos (*securities*) que eram vendidos e negociados para os bancos de investimento que, por sua vez, vendiam, principalmente no mercado secundário, para diferentes tipos de investidores (famílias, investidores institucionais etc.).

A securitização de recebíveis, através das *Asset Backed Securities* e *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), classificados com AAA pelas agências de *rating*, permitia às instituições financeiras ofertarem mais crédito, formando-se, assim, uma bolha especulativa. Os derivativos de CDOs eram garantidos por outro derivativo, qual seja, o *Credit Default Swap* (CDS) que era um seguro em caso de *default* dos CDOs”.

Com a inovação financeira e os processos de securitização, os papéis *subprime*, extremamente arriscados, foram transformados em novos títulos que receberam boas avaliações das agências de risco, possibilitando um aumento significativo das operações financeiras.

[A] securitização que serviria para diluir os riscos, na prática serviu para esconder os riscos - títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de *rating* (FERRARI FILHO; PAULA, 2011, p.316).

Essa situação começou a se inverter no final de 2006 quando os preços no mercado imobiliário começaram a estabilizar não permitindo mais a rolagem das dívidas, tornando, assim, as famílias insolventes. Tal mecanismo de financiamento do mercado hipotecário *subprime* acaba por produzir uma bolha especulativa em um contexto no qual as instituições que vendiam CDOs eram as mesmas que compravam CDS para especular.

Com a variação nas taxas de juros e, por conseguinte, inadimplência dos mutuários, o valor dos imóveis caiu e a incerteza aumentou. Assim, os detentores de títulos de dívidas imobiliárias buscaram vender suas posições, mas, não encontrando compradores, os preços deles caíram, contagiando, assim, outros ativos financeiros (ações, títulos públicos etc.). Como contrapartida, as taxas de juros cobradas pelos empréstimos interbancários passaram a se elevar consideravelmente, cuja consequência foi a redução da oferta de crédito.

O caráter sistêmico ocorre com a falência do banco de investimento Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008, após o FED se recusar em socorrer a instituição.

Essa atitude do Fed teve um impacto tremendo sobre o estado de confiança dos mercados financeiros, rompendo a convenção dominante de que a autoridade monetária norte-americana iria socorrer todas as instituições financeiras afetadas pelo estouro da bolha especulativa no mercado imobiliário (OREIRO, 2011, p.1).

A decisão do FED causou pânico no sistema financeiro dos EUA, resultando em uma enorme retração no crédito bancário, principalmente nos bancos comerciais que preferiram reter moeda.

O aumento da procura pela liquidez detonou um processo de venda de ativos financeiros em larga escala, levando a um processo Minskiano de “deflação de ativos”, com queda súbita e violenta dos preços dos ativos financeiros, e contração do crédito bancário para transações comerciais e industriais. A “evaporação do crédito” resultou numa rápida e profunda queda da produção industrial e do comércio internacional em todo o mundo (OREIRO, 2011, p.1).

Naquele momento, o processo especulativo iniciado no mercado imobiliário norte-americano, alimentado pela elevada expansão de crédito bancário e potencializado pelo uso de novos instrumentos financeiros, espalha-se pelo mundo todo em poucos meses e contagia as economias mundiais.

O efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão — que derivam das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas —, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos) seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários) (PRATES, 2011, p.329).

O efeito contágio da CFI se evidencia na taxa de crescimento do PIB mundial. A Tabela 1 apresenta as taxas de crescimento de alguns países selecionados, depois da CFI, visando mostrar como a referida Crise afetou a dinâmica da economia mundial a partir de 2009.

Tabela 1 – Variação anual do PIB nas dez maiores economias no período pós-CFI

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média 2009/2016
EUA	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6	1,6	1,4
Japão	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,5	0,5	0,3
Alemanha	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,4	1,6	1,5	1,7	1,0
França	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,3	1,6	1,3	0,7
Itália	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,3	0,8	1,3	-0,7
Reino Unido	-4,2	1,5	2,0	1,2	2,2	3,1	2,2	1,8	1,2
Rússia	-7,8	4,5	4,3	3,5	1,3	0,7	-3,7	-0,8	0,3
Índia	8,5	10,3	6,6	5,6	6,6	7,2	7,6	7,6	7,5
China	9,2	10,6	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9	6,6	8,2
Brasil	-0,2	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	1,2
Mundo	-0,1	5,4	4,2	3,5	3,3	3,4	3,1	3,1	3,2

Fonte: Gomes e Cruz, 2017, p.46.

A resposta dos países desenvolvidos à CFI veio por meio do uso de políticas fiscal e monetária expansionistas:

O Fed reduziu a taxa de juros de curto prazo para 0% e aumentou o seu balanço em cerca de 300% para proporcionar liquidez para os mercados financeiros nos EUA. Políticas similares foram adotadas pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelo Banco do Japão. Nos Estados Unidos, o presidente Barack Obama conseguiu aprovar uma expansão fiscal de quase US\$ 800 bilhões para estimular a demanda agregada. Na área do euro, os governos foram liberados das amarras fiscais do Tratado de Maastricht, sendo autorizados a aumentar os déficits fiscais além dos limites impostos pelo Tratado em consideração. Esforços similares foram realizados no Reino Unido e nos países em desenvolvimento (OREIRO, 2011, p.1-2).

Essa atuação provocou aumento nos gastos públicos nos países impactados, o que acabou resultando na piora no déficit público dos países da Zona do Euro em geral, especialmente da Irlanda, da Espanha e da Grécia, ao tempo em que também se observava uma queda na atividade econômica e um aumento do desemprego.

Em resumo, a bolha especulativa do mercado hipotecário *subprime* estourou e a CFI, que era genuinamente norte-americana, se espalhou pelo mundo, contagiando o lado real das economias. A reação dos governos foi imediata: eles buscam atuar de forma contracíclica adotando políticas econômicas de matriz keynesiana de expansão fiscal e monetária.

3.22 DESDOBRAMENTOS DA CFI NO BRASIL

Os reflexos da CFI foram sentidos no Brasil e no mundo a partir da quebra do banco de investimentos norte-americano, Lehman Brothers.

Mesmo os países em desenvolvimento, que não possuíam problemas como seus sistemas financeiros, como o Brasil, também constataram uma fortíssima queda na produção industrial e no Produto Interno Bruto (PIB). De fato, no caso brasileiro, a produção industrial caiu quase 30% no último trimestre de 2008 e o PIB apresentou uma contração anualizada de 14% durante esse período (OREIRO, 2011, p.1).

As empresas que demandavam crédito internacional viram suas fontes diminuir sensivelmente e acabaram por voltar-se para o mercado interno, mas a cautela dos bancos privados em reação às incertezas da CFI gerou maiores *spreads* e a redução da oferta de crédito, resultando em um aumento pela preferência por liquidez dos bancos.

O primeiro impacto da CFI na economia brasileira foi à redução imediata do crédito no mercado em função da incerteza e da preferência pela liquidez. Como efeito colateral, os investidores passaram a liquidar suas posições na Bolsa de Valores para fazerem frente aos prejuízos gerados pela CFI e buscarem segurança em moeda forte, como o dólar. Como reflexo desta situação, observou-se uma abrupta depreciação do *real*.

Essa apreciação do dólar somada à diminuição do crédito agravou a situação das empresas que apresentavam dívidas em dólar e não estavam protegidas contra as oscilações da moeda estrangeira, ou especulavam com derivativos cambiais. A depreciação cambial resultante torna o crédito externo mais caro, deteriora os termos de troca e poderia gerar um processo inflacionário.

O impacto da CFI foi minimizado em função da situação confortável das reservas cambiais nacionais que chegavam a US\$ 200 bilhões, pela maior solidez das contas públicas e do endividamento público e principalmente pela solidez do nosso Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) que não sofreu contágio dos ativos *subprime*. Outro fator fundamental foi as políticas contracíclicas adotadas pelo setor público no intuito de estimular o consumo interno.

Como política fiscal, observamos a renúncia fiscal na compra de bens duráveis como automóveis, materiais de construção, bens de consumo duráveis da linha branca ² e móveis, a manutenção dos investimentos e do gasto público. Ademais, houve a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para automóveis, construção civil e eletrodomésticos, a criação do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), a manutenção dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e da Petrobras, a criação do programa “Minha Casa, Minha Vida” (MCMV), a manutenção dos programas sociais de transferência de renda, como o Bolsa Família, e a manutenção da política de aumentos do Salário Mínimo e do Seguro desemprego.

Entre as medidas de política monetária anunciadas, houve a redução tardia (final de 2009) da taxa de juros, uma vez que o BCB estava preocupado com as metas de inflação, e a redução da alíquota do depósito compulsório dos bancos, visando, assim, liberação de recursos para os bancos emprestarem aos seus clientes, estimulando o consumo das famílias e o investimento das empresas. Como há um intervalo de tempo entre a queda da taxa básica de juros e seus efeitos na atividade real, a política de juros acelerou a recuperação da economia quando esta se encontrava em curso.

No Brasil, a expansão fiscal começou antes da expansão monetária devido a um “comprometimento irracional” do Banco Central (BC) com um regime de metas de inflação muito rígido. Nesse contexto, o governo Lula aprovou um pacote de estímulo fiscal no fim de 2008, constituído de aumento do investimento público, redução de impostos e aumento do salário mínimo e do seguro desemprego. A redução da taxa de juros começou apenas em janeiro de 2009, após o colapso da produção industrial e da disseminação de rumores quanto a possível demissão do presidente do BC. Como resultado da demora no relaxamento na política monetária, o PIB declinou 0,7% em 2009 (OREIRO, 2011, p.2).

Houve, ainda, uma política bancária para evitar a crise, onde os bancos públicos foram autorizados a adquirir participação em bancos de menor porte e a comprar carteiras de crédito de bancos em dificuldades. Essas aquisições somadas ao aumento de liquidez, geraram um maior fortalecimento do SFB, evitando, assim, uma possibilidade de corrida aos bancos em função das incertezas quanto à liquidez.

A medida anticíclica mais destacada do nosso ponto de vista não veio nem da área fiscal, nem da política monetária ou de liquidez, a despeito da inegável relevância de cada uma delas. Veio, sim, da orientação que o governo transmitiu aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos. No início da crise o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total, percentual que subiria a 41% (percentual de fevereiro de 2010) (ALMEIDA et al., 2011, p.331).

Portanto, as medidas de aumento de liquidez e política bancária de estímulo à expansão de crédito por meio dos bancos públicos, também contribuíram para evitar uma crise de liquidez que poderia diminuir o crédito, resultando numa recessão de grandes proporções.

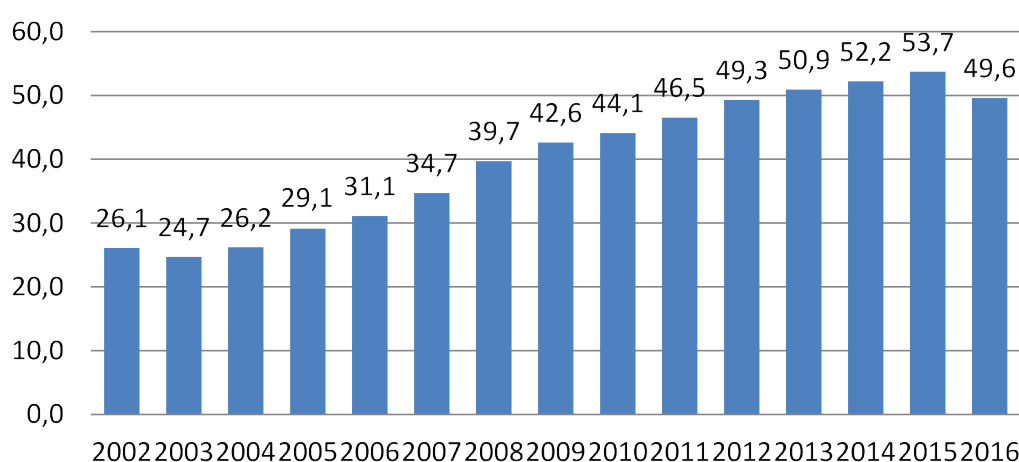
² São classificados como linha branca os eletrodomésticos de maior porte, como geladeira, freezer, fogão, depuradores de ar, fornos de microondas, lavadoras automáticas, lavadoras semiautomáticas, lava-louças e condicionadores de ar domésticos, que historicamente têm como finalidade principal atender as necessidades básicas de uma residência.

3.3 A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO *EX ANTE* E *EX POST* À CFI

O crédito aumentou de forma significativa durante o governo Lula da Silva, inclusive após a CFI. Essa elevação, num primeiro momento, aconteceu tanto no âmbito da pessoa física quanto jurídica, principalmente puxada pelos bancos privados. Num segundo momento, como resposta ao agravamento da CFI, o aumento do crédito foi sustentado por ações deliberadas do governo, focadas inicialmente no crédito direcionado e ampliadas em direção ao crédito livre com taxas referenciais, por intermédio dos bancos federais (MORA, 2015, p. 7).

Esse aumento consistente do crédito demonstra a opção do governo brasileiro em apostar na importância do mercado interno como indutor do crescimento econômico brasileiro, somado ao cenário externo favorável e na expansão no preço das *commodities* minerais e agrícolas.

Gráfico 1 – Crédito Total/PIB (%), saldo em final de período 2002-2016



Fonte: BCB (2018) e Gomes e Cruz (2017, p.73).

A expansão do crédito fica evidente no Gráfico 1: a relação crédito/PIB, entre dezembro de 2002 e dezembro de 2016, se eleva de 26,1% para 49,6%. Verificamos, ainda, que nos 15 anos analisados tal relação apresentou uma ligeira queda nos anos de 2003 e 2016. Segundo Galeano e Feijó (2012, p.206):

Apesar da tendência de alta, este percentual ainda é considerado baixo quando comparado com alguns países em desenvolvimento e desenvolvidos, nos quais este percentual chega a 200%. A elevada taxa de juros real no Brasil pode ser apontada como uma das principais responsáveis pela baixa proporção do crédito no PIB do país. Estudos mostram que a preferência pela liquidez das instituições financeiras também é elevada, concentrando o crédito no curto prazo, ver, por exemplo, Romero e Jayme (2010). Isto implica maior retenção de recursos, menor disponibilidade de crédito por parte dos bancos, e menores gastos e investimentos por parte do público e dos empresários. Quando a preferência pela liquidez é baixa, a menor retenção de recursos gera maior liquidez dos ativos, maior nível de crédito, investimento e dinamismo.

Para Araújo (2011b, p. 6) essa trajetória de crescimento de crédito é reflexo das expectativas otimistas associadas à retomada do emprego e da renda, da criação do crédito consignado com desconto em folha de pagamento e da aceleração do investimento produtivo a partir de 2006, interrompido na CFI e retomado logo em seguida, vindo a se contrair em 2016.

Silva e Zilberman (2017, p.8) destacam alguns fatores que contribuíram para a elevação da relação crédito/PIB, tais como:

- a. a adoção do crédito consignado;
- b. as alterações na legislação do crédito para automóveis; e
- c. as alterações na legislação do crédito imobiliário.

Em 2003 a adoção da legislação do crédito consignado, que permite o desconto de até 30% do salário pelo empregador para pagar a dívida do empregado com o banco, contribui para um forte aumento do crédito na economia.

Já a modificação na legislação do crédito para aquisição de automóveis, que passou a permitir que o banco retome o automóvel dado como garantia do empréstimo em caso de inadimplência de forma mais tempestiva, diminuindo o prazo que levava de dois a três anos, impulsionou a oferta da modalidade.

No que diz respeito ao crédito imobiliário a legislação vigente visou reduzir o risco e dar mais segurança aos contratos.

[...] a criação da figura jurídica do patrimônio de afetação, que diferencia os recursos captados para o financiamento da obra do patrimônio da incorporadora, permitiu a redução do risco de inadimplência. A introdução das letras e das cédulas de crédito imobiliário também foi importante para o aumento dos financiamentos. Por último, a consolidação da alienação fiduciária do bem imóvel gerou maior segurança jurídica nos empréstimos. (MENDONÇA *apud* SILVA; ZILBERMAN, 2017, p.9).

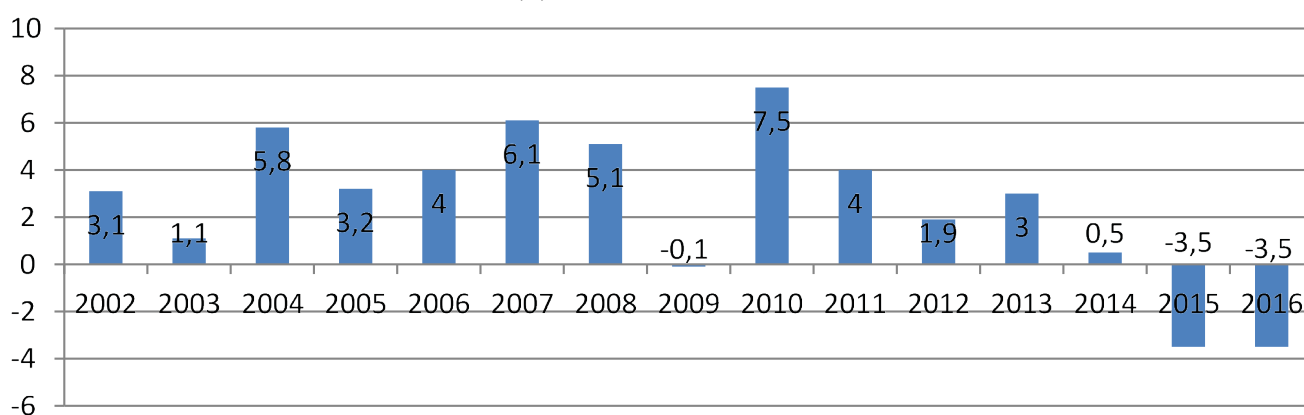
Todas essas mudanças permitiram uma redução do risco de inadimplência e contribuíram para o aumento da oferta de crédito na economia. O aumento da oferta de crédito proporcionou um aumento no crescimento econômico, uma vez que o crédito é fator determinante para o investimento e, conseqüentemente, para o nível de atividade da economia.

Para Oliveira e Wolf (2016, pp.8-9) a expansão do crédito ocorreu em função das condições internacionais serem excepcionalmente favoráveis, o que permitiu o relaxamento das políticas monetária e fiscal sem, entretanto, implicar o abandono do regime de metas para taxa de inflação e de metas para o *superávit* primário.

A entrada de divisas, motivada pelo aumento do preço de *commodities*, de um lado, e pelo aumento da liquidez e redução das taxas de juros internacionais, de outro, aumentou as pressões no sentido da valorização da taxa de câmbio, a qual foi sancionada pelo Banco Central do Brasil (BCB). A queda da taxa de câmbio viabilizou a contenção da taxa de inflação que permitiu a queda da taxa de juros, que estimulou o crescimento da economia. O desemprego caiu e o emprego formal aumentou juntamente com os rendimentos reais, acompanhando o crescimento do salário mínimo e a expansão das políticas de transferência de renda, que beneficiaram principalmente os indivíduos na base da pirâmide social. (OLIVEIRA; WOLF, 2016, p.8-9).

Ademais, Oliveira e Wolf (2016, p.9) afirmam que a melhora nas condições externas e internas estimulou tanto a demanda por crédito pelo público como a oferta pelos bancos, com efeitos dinamizadores sobre a renda e o emprego.

Gráfico 2 – Taxa de Crescimento Real do PIB (%)



Fonte: FMI (2018).

Como podemos observar no Gráfico 2, a economia brasileira apresentou crescimento real positivo de 2002 a 2008. Com a CFI, a taxa de crescimento da economia foi de - 0,1%, em 2009, mas se recupera logo em seguida, chegando a 7,5% em 2010. A partir de então, há um crescimento à *la stop-and-go*, bem como a economia entra em recessão em 2015 e 2016.

O impacto da CFI na economia brasileira foi a contração do crédito doméstico, o que poderia prejudicar a trajetória de crescimento, se, todavia, o BCB não tivesse adotado uma política monetária expansionista.

O BCB diminuiu consideravelmente os depósitos compulsórios e injetou liquidez no mercado bancário, ao final de 2008. O clima geral de incerteza fez com que aumentasse, todavia, o grau de aversão ao risco nos bancos privados, os quais direcionaram os recursos liberados para operações compromissadas com a própria autoridade monetária. Assim, para estimular a recuperação do crédito na economia, coube aos bancos públicos a tarefa de garantir a oferta de crédito, resultando no aumento relativo do seu saldo de operações. (HORN; FEIL; TAVARES, 2015, p. 13).

Para Soiheti e Cabral (2012), a política monetária teve um papel secundário na reativação da economia, pois segundo eles o BCB agiu de uma forma incoerente diante da CFI. Se de um lado tomou medidas restritivas como o redesconto e a taxa Selic, de outro afrouxou a liquidez via redução do compulsório e resgate de títulos no mercado aberto.

Ainda, segundo Soiheti e Cabral (2012), em 2009, com a redução dos *spreads* nos bancos públicos e com novas liberações de créditos promovidas pelo governo federal, a participação nos empréstimos totais das instituições públicas superou as privadas, o que foi fundamental para que o Brasil se recuperasse dos efeitos da CFI, uma vez que os bancos públicos atuaram eficazmente no momento em que era necessário, incentivando a redução dos *spreads* bancários e aumentando o volume de crédito na economia.

Os BPFs agiram no sentido de minimizar os efeitos prejudiciais da retração do crédito privado nos momentos de desaceleração da economia, evitando a ruptura drástica no financiamento ao investimento decorrente da CFI.

É sabido que o setor financeiro privado atua de modo pró-cíclico, expandindo o crédito em momentos de aceleração da economia, quando a confiança dos agentes está alta e a própria natureza concorrencial desses mercados faz com que as instituições adotem comportamentos menos conservadores a fim de evitar perdas de *market share*. Em contrapartida, em momentos de crise ou instabilidade econômica que antecipam possível recessão, as instituições financeiras aumentam a preferência pela liquidez e restringem a oferta de crédito, aprofundando o período de baixa e criando um círculo vicioso onde a retração do crédito gera inadimplência e depreciação dos ativos, o que agrava o cenário pessimista e gera ainda maior retração do crédito, como se fosse uma profecia autorrealizável. (HORN; FEIL; TAVARES, 2015, p.31).

São os bancos privados que puxam a expansão do crédito até a CFI. Entretanto os bancos privados são mais sensíveis à aversão ao risco e à preferência pela liquidez, portanto, mais avessos a financiamentos de longo prazo. Com a CFI os BPFs passam a ter um papel mais relevante nesta expansão, apresentando taxas de crescimento superiores aos dos bancos privados.

[...] embora o estoque de crédito dos bancos privados tenha crescido a taxas mais elevadas que a dos bancos públicos durante o período considerado – pelo menos até a eclosão da crise financeira internacional em setembro de 2008 –, do ponto de vista setorial as instituições financeiras federais tiveram uma atuação importante para sustentar o ciclo de expansão econômica, em particular nos setores industrial, rural e residencial. Foi também nesses setores que se concentrou a ação anticíclica implementada pelos bancos públicos federais após a crise financeira internacional. (ARAÚJO *et al.*, 2011, p.7).

Segundo Lundberg (2011), a expansão do crédito aconteceu principalmente na forma de créditos direcionados, sob a coordenação dos três grandes BPFs, que juntos totalizavam 33,7% dos créditos do SFN: Banco do Brasil, com 14,9%; CEF, 5,7%; e BNDES, 13,1%, apenas com as operações diretas.

O crédito para investimentos das empresas é realizado, em grande parte, por meio de operações diretas e repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os financiamentos habitacionais são, em grande parte, concedidos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), sendo a principal instituição financiadora a Caixa Econômica Federal (CEF), e o crédito rural é especialidade do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), que tem o Banco do Brasil como principal agente financiador. (LUNDBERG, 2011, p.4).

Com base nos dados da Tabela 2, podemos observar que, sob o ponto de vista de controle de capital, os BPFs passam de 9,68% em 2002 para 29,97 %, enquanto as instituições privadas aumentam de 16,14% para 23,73%.

Tabela 2 – Saldo por controle de Capital em final de período (% PIB)

Ano	Público	Privado	Total
dez/02	9,68	16,14	25,82
dez/03	9,71	14,64	24,35
dez/04	9,82	15,66	25,47
dez/05	10,29	17,68	27,97
dez/06	11,15	19,26	30,40
dez/07	11,72	22,98	34,70
dez/08	14,31	25,37	39,68
dez/09	17,63	24,99	42,62
dez/10	18,37	25,70	44,08
dez/11	20,27	26,20	46,48
dez/12	23,56	25,63	49,19
dez/13	26,08	24,77	50,85
dez/14	28,09	24,13	52,21
dez/15	29,97	23,73	53,69

Fonte: BCB (2018).

Segundo a natureza da fonte de crédito, os recursos livres aumentaram de 16,25% do PIB para 27,3 % do PIB entre dezembro de 2002 e dezembro de 2015, enquanto os recursos direcionados passaram de 9,76% do PIB para 26,4% do PIB, conforme mostram os dados da Tabela 2.

Tabela 3 – Recursos Livres e Direcionados PF e PJ (% PIB)

Período	Livre			Direcionado			Total		Crédito
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ Total	PF Total	Total
dez/02	10,13	6,12	16,25	6,55	3,21	9,76	16,68	9,33	26,0
dez/03	9,10	5,94	15,04	6,14	3,43	9,57	15,24	9,37	24,6
dez/04	9,24	7,14	16,38	5,94	3,37	9,31	15,18	10,51	25,7
dez/05	9,92	8,88	18,80	6,06	3,41	9,47	15,98	12,29	28,3
dez/06	10,99	10,04	21,03	6,14	3,75	9,89	17,13	13,79	30,9
dez/07	11,50	11,57	23,07	7,33	4,30	11,63	18,82	15,88	34,7
dez/08	14,06	12,73	26,79	8,44	4,45	12,89	22,50	17,18	39,7
dez/09	13,33	13,76	27,09	10,49	5,04	15,53	23,82	18,80	42,6
dez/10	12,94	14,23	27,17	11,17	5,74	16,91	24,11	19,96	44,1
dez/11	13,80	14,33	28,13	11,62	6,73	18,35	25,42	21,06	46,5
dez/12	14,66	14,34	29,00	12,19	8,00	20,19	26,85	22,34	49,2
dez/13	14,30	13,94	28,24	13,16	9,45	22,62	27,46	23,39	50,9
dez/14	13,73	13,55	27,28	14,04	10,90	24,94	27,77	24,44	52,2
dez/15	13,87	13,43	27,30	14,60	11,79	26,39	28,47	25,22	53,7

Fonte: BCB (2018).

Nota: classificação adotada pelo BACEN, onde o crédito direcionado emana de fonte preestabelecida de recursos, dirigidos obrigatoriamente para determinado fim, enquanto o crédito livre é oferecido de modo autônomo pelos bancos.

O crédito total à pessoa física sai de 9,33% em dezembro de 2002 para 25,22% do PIB em dezembro de 2015, enquanto, no mesmo período, os financiamentos para as empresas passaram de 16,68% do PIB para 28,47% do PIB. A expansão do crédito ocorreu originalmente por intermédio dos recursos livres que, em 2002, representavam 62,5% do crédito total, tanto por parte das pessoas físicas quanto jurídicas. A partir da CFI o recurso direcionado apresenta

uma aceleração no seu crescimento passando de 9,76% do PIB para 26,39%, representando, respectivamente, 37,53% do crédito total concedido em 2002 e 49,14% do crédito em 2015.

Entretanto, a importância estatal na atividade creditícia não se limita à presença de bancos oficiais, mas alcança o direcionamento de créditos ao setor rural e habitacional com base nos depósitos à vista e de poupança captados, tanto por bancos públicos como por bancos privados. Assim, os chamados créditos direcionados abrangem tanto as operações diretas e os repasses do BNDES como as aplicações obrigatórias de todos os bancos em crédito rural e habitacional, segmentos liderados por dois grandes bancos governamentais federais, Banco do Brasil e CEF, respectivamente. (LUNDBERG, 2011, p.8).

A CFI estabeleceu as condições necessárias para a retomada do crédito público por meio da política contracíclica estimulada pelo setor público.

Com o aprofundamento da crise financeira global no quarto trimestre de 2008, os bancos privados retraíram o crédito, o qual foi sustentado pelos bancos públicos, que atuaram de forma anticíclica para contrarrestar os efeitos recessivos oriundos da retração do crédito privado (interno e externo). (ARAUJO *et al.*, 2011, p.3).

Segundo (SLIVNIK; FEIL, 2017), os fundamentos macroeconômicos sólidos e as peculiaridades de economia brasileira (reduzida alavancagem, supervisão consolidada do SF e a solidez patrimonial e financeira das instituições financeiras) possibilitaram a adoção de medidas que estimularam o provimento de liquidez dentro do próprio sistema facilitando a adoção de políticas contracíclicas.

Ao lado de políticas macroeconômicas variadas de combate aos efeitos imediatos da crise, como a manutenção dos investimentos públicos, a utilização de incentivos fiscais e a redução da taxa Selic, o governo brasileiro, por meio do Banco Central, liberou os recolhimentos compulsórios e injetou 3,3% do Produto Interno Bruto (PIB) em liquidez no mercado bancário (BARBOSA; SOUZA, 2010; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009), com o objetivo de sustentar a oferta de crédito. No entanto, as incertezas quanto aos desdobramentos da crise aumentaram a aversão ao risco dos bancos comerciais privados, que aplicaram os recursos liberados no compulsório em operações compromissadas com a própria autoridade monetária. Diante do “empocamento” de liquidez nas instituições financeiras privadas, o governo utilizou os BPFs para garantir a sustentação da oferta de crédito (BARBOSA; SOUZA, 2010), abrindo nova fase no desenvolvimento do SFN, que passou a observar crescente participação desse setor. (SLIVNIK; FEIL, 2017, p. 15).

Os BPFs consistem na CEF e o BB, de alcance nacional e internacional, e nos bancos regionais, Basa e BNB, além de antigos bancos estaduais federalizados, todos vinculados ao Ministério da Fazenda. Vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio encontra-se o sistema BNDES, integrado pelo BNDES e o Bndespar. Cada uma destas instituições constitui o foco para o qual converge a ação corporativa de diferentes interesses empresariais, vinculando-se, num apontamento sumário, os interesses agropecuários ao BB, os interesses da construção civil à CEF, os grupos regionais ao Basa e ao BNB e os industriais e todos os anteriores, inclusive os financeiros, ao BNDES (VIDOTTO, 2010, p.84).

Para Carvalho e Tepassê (2010), a atuação da CEF é basicamente urbana, concentrada no financiamento habitacional e de infraestrutura. É uma espécie de “banco do trabalhador”, por gerenciar diversos fundos e programas públicos, como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e o seguro-desemprego, além de manter serviços de loterias e penhores. A partir dos recursos do FGTS e dos depósitos judiciais, sobre os quais ela tem monopólio constitucional, e com os recursos que mobiliza com a caderneta de poupança, a CEF atende ao financiamento da infraestrutura urbana, ao financiamento habitacional e à construção civil, desenvolvidos tanto pelo setor público como privado. É o principal agente do governo para programas sociais, além de conceder crédito geral ao público. É também o operador das loterias federais e utiliza as agências lotéricas como correspondentes bancários, controlando a maior rede desse tipo no Brasil (VIDOTTO *apud* CARVALHO; TEPASSÊ, 2010, p. 35).

O BB é uma sociedade anônima, com grande participação de acionistas privados com parcela significativa de seu capital movimentado em bolsa. O principal acionista do BB é o Tesouro Nacional, com 65,3% das ações. Tem atuação diferenciada por ter presença de destaque em todos os segmentos do sistema financeiro, além de ser o principal banco agrícola do País. É a instituição mais diversificada, com presença em praticamente todos os segmentos dos mercados bancários. É líder em vários segmentos, opera como principal agente financeiro do Tesouro Nacional e está presente nas principais praças financeiras do exterior. A carteira de crédito do BB é composta por 28,2% de crédito à indústria e 27,0% a pessoas físicas (VIDOTTO *apud* CARVALHO; TEPASSÊ, 2010, p. 31-32).

O BNDES é essencial ao desenvolvimento brasileiro e um importante instrumento de política econômica. Ele é o principal banco de fomento brasileiro e atua repassando recursos aos demais BPFs e aos bancos privados. Ele é constituído por um “sistema” composto pela Finame e pelo BNDESPAR, braço de participações pelo qual tem uma inserção importante no mercado de capitais. É o principal responsável pelo financiamento de longo prazo (especialmente à indústria) com recursos providos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) (ARAÚJO *et al.*, 2011).

O BNDES teve papel de destaque no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) ao financiar empreendimentos voltados para a infraestrutura e ao diminuir os *spreads* básicos das linhas de financiamento para os setores considerados estratégicos para o crescimento, tais como energia elétrica, logística e desenvolvimento urbano. A capitalização do Banco, que se inicia em 2009, assegurou recursos para coordenar as ações anticíclicas e, conseqüentemente, financiar o setor produtivo, inclusive crédito para o financiamento capital de giro (MORA, 2015, p. 44).

Conforme Lacerda e Oliveira (2011), com a crise financeira internacional de 2008, veio à tona o papel essencial do BNDES (e dos demais bancos públicos) enquanto instrumento de política macroeconômica anticíclica. Vale mencionar que foi muito comentado na mídia que o Brasil conseguiu superar mais rapidamente os efeitos da crise porque tinha um banco como o BNDES, ao contrário de outros países que sofreram com a escassez de crédito. (COUTO; TRINTIM, p.16).

Na Tabela 4 fica evidente a importância dos bancos públicos como provedores de crédito para o SFB no auge da CFI, onde os BPFs saem da média trimestral de 3,0% no período de setembro 2003/junho 2008, saltando para 8,3%. No período de junho 2008/setembro 2009, em contrapartida, o SFB menos os BPFs apresentam no mesmo período um decréscimo de 3,8% para 1,2%. Diante disso, podemos afirmar que foram os BPFs que sustaram o crescimento do crédito no SFB, permitindo que a economia brasileira atravessasse a CFI de forma mais suave que as grandes economias mundiais.

Tabela 4 – Taxas médias trimestrais de crescimento real do saldo de operações de crédito (%)

Bancos Públicos Federais (BPF)	Mar. 2000/ Set. 2003	Set. 2003/ Jun. 2008	Jun. 2008/ Set. 2009	Set. 2009/ Set. 2010	Set. 2010/ Set. 2011	Set. 2011/ Jun 2013	Jun. 2013/ Dez. 2015
BB	3,0	4,4	7,4	5,4	2,8	3,7	1,3
CEF	-7,3	3,6	10,0	9,3	7,2	7,9	3,4
BNDES	2,3	1,1	8,8	7,0	1,8	3,5	2,3
BNB	-4,5	0,0	9,5	4,5	1,6	-0,7	0,3
BASA	2,9	5,4	5,3	-0,9	3,8	-0,4	4,3
BPF	-0,8	3,0	8,3	6,7	3,7	4,8	2,3
SFN-BPF	-2,8	3,8	1,2	4,4	4,5	1,5	0,2
SFN	0,4	3,5	3,9	5,3	4,2	3,0	1,2

Fonte: Slivnik e Feil (2017, p.18).

Costa (2018, p. 71-72) resume bem as sete fases do crédito, mencionado por Slivnik e Feil (2017):

i) jan./2000 –jul.02003: a queda abrupta das operações de crédito dos bancos federais como reflexo da cessão de grande parte da carteira de crédito imobiliário da Caixa para a Empresa Gestora de Ativos (EMGEA);
 ii) set.2003-jun02008: política de expansão do crédito (crédito/PIB de 24,2% para 34,7%) aliada a redução da inflação, a menor taxa de juros, ao crescimento econômico e aos avanços do ambiente regulatório – consignado, a lei da falência, o Sistema de Informações de Crédito (SCR) do BCB, patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, valor incontroverso, instrumentos de crédito e securitização imobiliária – Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), LCI, Cédula de Crédito Bancário (CCB), Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) – e agrícola – Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), LCA, prêmio do seguro rural, microcrédito, contas correntes simplificadas, Programa de subsídios à Habitação de Interesse Social (PSH) no Orçamento Geral da União (OGU), Programa de Garantia da Atividade Agropecuária da Agricultura Familiar (Proagro Mais), etc.;

iii) jan./2008-set./2009: crescimento real de 11,8% no total do saldo de operações do SFN, dissimulando a gravidade do efeito contágio da crise mundial sobre a economia brasileira; excluindo-se os bancos públicos federais, a taxa média trimestral de crescimento das operações de crédito do SF, neste período crítico, desacelerou para 5,5%, enquanto esses bancos públicos observaram taxa média trimestral de crescimento de 23,2 em seu saldo de operações em termos reais com a atuação anticíclica;

- iv) set./2009-set./2010: a taxa média trimestral de crescimento da oferta de crédito nos bancos públicos federais desacelerou um pouco, para 21,7 neste período, movimento diferente do observado no restante do SFN, que verificou ligeira aceleração na taxa média para 7,5%;
- v) set./2010-set./2011: a taxa média trimestral de crescimento do saldo de operações de crédito dos bancos públicos federais foi de 10,7% e o restante do SFN registrou variação de 13,8%; a despeito do melhor desempenho deste agrupamento, iniciou-se um período de desaceleração no aumento da oferta de crédito do conjunto do SFN, que se estendeu até dezembro de 2015;
- vi) set./2011-jun./2013: a taxa média trimestral de crescimento do saldo de operações de crédito dos bancos públicos federais foi de 14,2%, e o restante do SFN cresceu em média a 5,2%, o que não foi suficiente para arrefecer a desaceleração na oferta de crédito no SFN, para 9,2%, mesmo com a redução da taxa básica de juros (de 12,50%, em agosto de 2011, para 7,25%, entre outubro de 2012 e abril de 2013) e a política de redução dos spreads bancários liderados pelo BB e Caixa;
- vii) jun./2013-dez./2015: os bancos públicos federais convergem com o movimento de desaceleração já observado no restante do SFN, desde setembro de 2010, com a taxa média trimestral de crescimento da oferta de crédito deles desacelerando para 7,7%, neste período, chegando ao ponto mais baixo da série analisada em dezembro de 2015 (1,0%) e o restante do SFN registrou média trimestral de crescimento de apenas 0,9%; no mês de dezembro de 2015, a taxa média de variação do saldo de operações do SFN, exclusive os bancos públicos federais, torna-se negativa em -4,3%, ponto mais baixo até do que setembro de 2009, no auge do impacto da crise financeira internacional sobre a economia brasileira.

A participação dos BPFs nas operações de crédito do SFB cresceu 19,2 p.p., saltando de 33,9% para 53,1% entre junho de 2008 e dezembro de 2015. A CEF apresentou a maior taxa de crescimento real para o período, 569,1%. Para compreender a magnitude da expansão da CEF, cabe notar que dos 19,2 p.p. de incremento da participação total dos BPFs no saldo de operações de crédito do SFB, sua contribuição individual foi de 13,4 p.p. (SLIVNIK; FEIL, 2017, p. 16).

Segundo Carvalho e Tepassê (2010, p.42), desde agosto de 2008 houve uma forte queda da participação do sistema financeiro privado no total das operações de crédito do SFB. Entre setembro de 2008 e março de 2010, a participação do sistema privado caiu 11,2% e a participação do sistema público cresceu 21,5%. Ou seja, foram os BPFs os responsáveis pela manutenção e até aumento do nível de crédito no período posterior ao estouro da CFI. O BB, a CEF e o BNB antes detinham juntos 24,0% do crédito total e, em agosto de 2009, seu *market share* chegou a 28,2% do crédito.

Oliveira e Wolf (2016, p. 14) afirmam que os BPFs, buscando atenuar os efeitos da CFI sobre a economia brasileira, passaram a exercer um maior peso no mercado de crédito, com destaque para a atuação do BB, da CEF e do BNDES. A existência de instituições sólidas, capazes de atuar na contramão dos bancos privados, foi fundamental para evitar o colapso do crédito e, conseqüentemente, da atividade econômica.

Para Vidoto (2010), a existência de um sistema bancário com predomínio de capital nacional, durante a CFI, revelou-se extremamente fundamental para a estabilidade da economia brasileira com forte presença dos BPFs. Em períodos de normalidade os BPFs servem de instrumentos de política econômica para estímulo da concorrência, exercendo impacto positivo sobre a expansão da capacidade produtiva e, conseqüentemente, na atividade econômica.

A Caixa Econômica Federal (CEF), o Banco do Brasil (BB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) respondem por 97% do fluxo de crédito dos BFs na década atual (2000-2008) e por quase metade do crédito bancário total, além de serem instituições cujas atuações se combinam e se reforçam mutuamente no interior da política econômica. (VIDOTTO, 2010, p.75).

O BB registrou um aumento real de 2008 para 2009 de 31,5% na concessão de empréstimos, seguido da CEF com 51,4%. O BNDES teve um surpreendente crescimento equivalente a 140%. Na média os BPFs ampliaram em 66,7% seus empréstimos (SOIHETI; CABRAL, 2012, p.12)

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A CFI originada no mercado hipotecário *subprime* se espalhou pelo mundo e a reação das autoridades econômicas de diversos países foi buscar formas de atuar contracíclicamente, adotando políticas econômicas keynesianas de expansão fiscal e monetária.

No pensamento keynesiano a intervenção do Estado é fundamental para promover o investimento, estimulando a demanda efetiva como forma de solução para o desemprego. Para Keynes (1996), políticas monetária e fiscal ativas criam um ambiente institucional favorável à expansão do consumo e a realização do investimento produtivo. Nesta situação, o sistema bancário assume um papel importante no processo de criação de moeda e do crédito, promovendo

o circuito, *finance*, investimento, poupança e *funding*. No entanto, Minsky (2013) chama a atenção para o fato de que o excesso de alavancagem torna a economia mais vulnerável, gerando instabilidade no sistema capitalista.

A discussão sobre o papel dos BPFs está baseada na percepção de que o SFB é imaturo ou incompleto e que os BPF se justificariam para preencher essas falhas de mercado deixadas pelo setor privado. Se sua atuação for mensurada pelo critério da competitividade, eles apresentarão um resultado inferior aos bancos privados. Entretanto, pensando o papel dos BPFs de uma forma mais ampla de sua atuação, como agente de fomento e indutor da política econômica adotada pelo governo, seja como regulador da concorrência, ou na atuação anticíclica, sua presença se justifica, como ficou evidenciado na CFI, onde os BPFs tiveram um papel de ofertantes de liquidez para o SFB.

Para tentar neutralizar o impacto da CFI no Brasil, o papel dos BPFs foi fundamental. Segundo Jayme Jr e Crocco, (2010) se os BPFs não tivessem atuado decididamente de forma anticíclica em 2009, a economia brasileira teria mergulhado em profunda recessão. O aumento da oferta de crédito no período de 2003 a 2007 coincide com o ciclo de crescimento da economia brasileira. Para conter os efeitos negativos da CFI sobre o nível de atividade econômica em 2008 e 2009, o governo adota medidas expansionistas de políticas fiscal e monetária. No período de 2010 a 2014, observamos um processo de recuperação da atividade econômica aos padrões anteriores à Crise. Já 2015 e 2016 são marcados por uma desaceleração e queda no crescimento do crédito, resultando num novo ciclo de recessivo.

Por fim, os dados econômicos apresentados ao longo do artigo demonstram, com base no pensamento pós-keynesiano, que os bancos são peças fundamentais para o crescimento econômico com papel ativo na dinâmica econômica. Buscamos evidenciar a importância que os BPFs tiveram diante da CFI como provedores de políticas contracíclicas. Os BPFs supriram a necessidade de crédito da economia brasileira ao longo da CFI, cumprindo sua tradicional e histórica função de fomentar o crescimento econômico brasileiro, principalmente no financiamento de longo prazo dos grandes projetos de investimento e no financiamento dos setores agrícola e habitacional.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Júlio Gomes de *et al.* Como o Brasil superou a crise. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 330-332, 2011.
- ARAUJO, Victor Leonardo; CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira**. Rio de Janeiro: IPEA, abr. 2011. (Texto para discussão).
- ARAUJO, Victor Leonardo *et al.* **Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010**. Rio de Janeiro: IPEA, ago. 2011. (Comunicado do IPEA).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2018. Disponível em: <http://www.bcb.com.br>. Acesso em: 8 jul. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **GS: sistema gerenciador de séries temporais**. Brasília, 2018. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/srgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 8 jul. 2018.
- CARVALHO, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Giuliano Contente de; TEPASSÊ, Ângela Cristina. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. In: MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de *et al.* **Dossiê da crise II**. [S.l.], 2010. p. 67-70.
- CARVALHO, Carlos Eduardo; TEPASSÊ, Ângela Cristina. Banco público como banco comercial e múltiplo: elementos para a análise do caso brasileiro. In: JAYME JR., Frederico G.; CROCCO, Marco (org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.
- CARVALHO, F.J.C (1997) "financial innovaton and the Post Keynesian approach to the processo g capital formation" **Journal of Post Keynesian Economics**, v.19(3), p.461-87
- CARVALHO, F.J.C (1998) "On banks liquidity preference." Fifth Internacional JPKE Workshop. Knoxville: University of Tennessee, julho.
- CARVALHO, Fernando Cardin. Entendendo a recente crise financeira global. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise**. [S.l.], nov. 2018. p. 23-29. Disponível em: <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>. Acesso em: 8 jul. 2018.

- COSTA, Fernando Nogueira da. Variedades de capitalismo e bancos públicos. *In*: SADER, Emir (org.). **Se é público é para todos**: defender as empresas públicas é defender o Brasil. Rio de Janeiro: UERJ, LPP, 2018.
- COUTO, Ana Cristina Lima; TRINTIM, Jaime Graciano. **O papel do BNDES no financiamento da economia brasileira**. Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, [s.l.], v. 5, 2012.
- CASSIDY, John. **Como os mercados quebram**: a lógica das catástrofes econômicas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011.
- DAVIDSON, P. (1978) **Money and the real word**. Londres: Macmillan.
- DAVIDSON, P. (1986) “finance, founding and investimento”. **Journal of Keynesian Economics**, v 9 (1).
- DAVIDSON, P. (1994) **Post Keynesian macroeconomic theory**. Cheltenham: Edward Elgar.
- DEOS, Simone; MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. *In*: MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de *et al.* **Dossiê da crise II**. [S.l.], 2010. p. 63-66.
- DYMNSKI, G.A. (1998) “Keynesian theory of bank behavior”. **Journal of Keynesian Economics**, v 10 (4).
- FARHI, Maryse *et al.* A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 113, 2009.
- FERRARI FILHO, Fernando. As propostas Keynesianas de reforma do sistema monetário internacional: em busca da neutralidade da moeda de conversibilidade internacional? **Revista de Economia**, [s.l.], v. 32, n. 2, 2006a.
- FERRARI FILHO, Fernando. A economia de Keynes e as proposições de política econômica. *In*: FERRARI FILHO, Fernando (org.). **Teoria geral setenta anos depois**: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana. Porto Alegre: UFRGS, 2006b.
- FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. Tempos Keynesianos. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 315-317, 2011.
- FERRAZ, Fernando Cardoso. **Crise financeira global**: impactos na economia brasileira, política econômica e resultados. 2013. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/FernandoFerraz.pdf>. Acesso em: 8 jul. 2018.
- GERSCHENKRON, Alexander (1962), **Economic Backwardness in Historical Perspective**, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- GIAMBIAGI, Fabio *et al.* O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES. *In*: GIAMBIAGI, Fabio; BARROS, Octavio de. **Brasil pós-crise**: agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GOMES, Gerson; CRUZ, Carlos AS. **Vinte anos de economia brasileira: 1995-2016**. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil, Século XXI, 2017.
- GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. Financial aspects of economic development. **The American Economic Review**, v. 55, n. 4, 1955.
- HORN, Carlos Henrique; FEIL, Fernanda; TAVARES, Dayane. **Instituições financeiras de desenvolvimento no Brasil**: razões e desafios para um Sistema Nacional de Fomento. Porto Alegre: PPGE/UFRGS, 2015.
- JAYME JR.; Frederico G.; CROCCO, Marco. **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.
- KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Coleção Os Economistas).
- LUNDBERG, Eduardo Luis. **Bancos oficiais e crédito direcionado**: o que diferencia o mercado de crédito brasileiro? Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. (Trabalhos para discussão, 258).
- MCKINNON, R. I. **Money & capital in economic development**. Washington, DC: The Brookings Institution, 1973.
- MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia estável**. 2. ed. Osasco: Novo Século, 2013.
- MODENESI, Andre de Melo. **Teoria da intermediação financeira, o modelo ECD e sua aplicação aos bancos**: uma resenha. sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.
- MORA, Mônica. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. Brasília; Rio de Janeiro: IPEA, 2015.
- OLIVEIRA, Giuliano Contento; WOLF, Paulo José Whitaker. **A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015)**. Rio de Janeiro: IPEA, 2016.

OREIRO José Luis. Origem, causas e impacto da crise. **Valor Econômico**, [s.l.], 13 set. 2011b. Disponível em: <https://jlcoreiro.wordpress.com/2011/09/13/origem-causas-e-impacto-da-crise-valor-economico-13092011/>. Acesso em: 10 jun. 2018.

PAULA, Luiz Fernando. Comportamento dos bancos, posturas financeiras e oferta de crédito: de Keynes a Minsky. **Análise econômica**, ano 16 (29), março 1998.

PAULA, Luiz Fernando. Teoria da Firma Bancária. In: G. T. Lima, J Sicsú e L. F. de, Paula, Macroeconomia Moderna. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

PAULA, Luiz Fernando; OREIRO, José Luís. **Sistema financeiro**: uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

PRATES, Daniela Magalhães. O efeito-contágio da crise global sobre os países emergentes. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 328-330, 2011.

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. New York: Oxford University Press, 1973.

SLIVNIK, Andrej; FEIL, Fernanda F. **Caixa, BB e BNDES**: notas sobre sua evolução patrimonial recente. Prêmio ABDE-BID. Rio de Janeiro: ABDE, 2017. p.11-74.

SOIHETI, Elena; CABRAL, César Murilo Nogueira. Crise de 2008 e o papel determinante dos bancos públicos na recuperação da economia brasileira. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5., 2012, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: AKB, 2012.

VIDOTTO, Carlos A. **Caráter estratégico dos bancos federais**: a experiência brasileira recente. Bancos públicos e desenvolvimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.