

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

IGOR OLIVEIRA MONTEIRO

O CICLO ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 2008 E 2019:
UMA ANÁLISE DE ACORDO COM A TAXONOMIA DE HYMAN MINSKY

UBERLÂNDIA, MINAS GERAIS

2020

IGOR OLIVEIRA MONTEIRO

O CICLO ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 2008 E 2019:
UMA ANÁLISE DE ACORDO COM A TAXONOMIA DE HYMAN MINSKY

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais, sob orientação do Prof. Dr. Júlio Fernando Costa Santos.

UBERLÂNDIA, MINAS GERAIS

2020

IGOR OLIVEIRA MONTEIRO

O CICLO ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 2008 E 2019:
UMA ANÁLISE DE ACORDO COM A TAXONOMIA DE HYMAN MINSKY

Monografia apresentada a Universidade Federal de Uberlândia, como parte das exigências para obtenção do diploma de graduação em Relações Internacionais.

Uberlândia, 31 de agosto de 2020.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Julio Fernando Costa Santos
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Ms. Hugo Carcanholo Iasco Pereira
Universidade Federal de Uberlândia

Acima de tudo, agradeço a Deus por mais essa realização.

Dedico à minha família, amigos e ao professor Julio por toda colaboração e paciência durante a elaboração do trabalho.

RESUMO

Esse trabalho tem o intuito de compreender qual das três taxonomias propostas por Hyman Minsky, sendo elas *hedge*, especulativa ou Ponzi, predomina no Brasil entre 2008 e 2019. Busca-se construir uma *proxy* que classifique o momento brasileiro dentro do ciclo minskyano, por meio do estudo das relações entre diversas séries históricas que, em conjunto, possam apontar para uma conjuntura econômico-financeira mais benéfica para uma dessas três nomenclaturas, sem que seja necessário aprofundamentos ao nível dos balanços contábeis de empresas. Com isso, o método utilizado envolve um viés explicativo, de modo que há uma vinculação entre o lado qualitativo e o quantitativo, na medida em que a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky é utilizada como base para análise de dados do país. Ademais, as principais políticas econômicas são abordadas, visando clarificar como afetaram no comportamento dos indicadores. Será possível observar que, na maioria dos anos do período, a interação entre as séries históricas contribuiu para a predominância de uma conjuntura *hedge*, sendo que a formação de um contexto especulativo supera o primeiro tipo principalmente de 2011 a 2013, sobretudo por causa de uma bolha de crédito fomentada pelo setor público por meio de políticas expansionistas e de redução da taxa Selic, que trouxe aquecimento produtivo e retomada dos investimentos. Esse estudo possibilita uma melhor compreensão de como a economia brasileira operou entre 2008 e 2019, apontando se houve a existência de estruturas financeiramente frágeis e de que forma os agentes se comportaram para tanto.

PALAVRAS-CHAVE: Hyman Minsky; taxonomia; ciclo econômico.

ABSTRACT

This work aims to understand which of the three taxonomies proposed by Hyman Minsky, be they hedge, speculative or Ponzi, prevails in Brazil between 2008 and 2019. It seeks to build a proxy that classifies the Brazilian moment within the Minskyan cycle through the study of the relationships between several historical series that, together, may point to a more beneficial economic-financial situation for one of these three nomenclatures, without being necessary to study balance sheets of companies. Thus, the method used involves an explanatory bias, so that there is a link between the qualitative and the quantitative side, as Minsky's Financial Instability Hypothesis is used as a basis for analyzing country data. In addition, the main economic policies are addressed, in order to clarify how they affected the behavior of the indicators. It will be possible to observe that, in most years of the period, the interaction between the historical series contributed to the predominance of a hedge situation, and the formation of a speculative context surpasses the first type, mainly from 2011 to 2013, because of a credit bubble fostered by the public sector through expansionary policies and reduction in the interest rate, which brought about a productive increase and a resumption of investments. This study provides a better understanding of how the Brazilian economy operated between 2008 and 2019, pointing out if there were financially fragile structures and how the agents behaved to do so.

KEYWORDS: Hyman Minsky; taxonomy; economic cycle.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do IBC-Br com ajuste sazonal entre janeiro de 2008 e dezembro de 2019.	25
Gráfico 2 - Oscilação percentual do IBC-Br entre janeiro de 2008 e dezembro de 2019, com ajuste sazonal (%).	27
Gráfico 3 - Taxa Selic Real (%)	30
Gráfico 4 - Hiato do Produto no Brasil entre o primeiro trimestre de 2008 e o terceiro de 2019.	33
Gráfico 5 - Taxa de Desocupação (PNADC) entre 2012 e 2019 (%).	36
Gráfico 6 - Formação Bruta de Capital Fixo com ajuste sazonal entre janeiro de 2008 e dezembro de 2019 (base: média de 1995 = 100).	38
Gráfico 7 - Taxa de crescimento dos saldos das carteiras de crédito livre e direcionado (em relação ao PIB) e dos financiamentos de investimentos com recursos do BNDES (%).	41
Gráfico 8 - Spread médio das operações de crédito – Total (%).	47
Gráfico 9 - Índice de Basileia entre 2008 e 2019 – (%).	50
Gráfico 10 - Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação a renda acumulada do ano anterior (%).	52
Gráfico 11 - Endividamento oneroso e Índice de Cobertura de Juros médios.	55
Gráfico 12 - Variação acumulada em 12 meses de recuperações judiciais requeridas por porte de empresa (%).	57
Gráfico 13 - ICEI e INEC entre 2010 e 2019.	59
Gráfico 14 - Número de Initial Public Offerings (IPO's).	61
Gráfico 15 - Histórico do múltiplo P/L médio do Ibovespa.	63
Gráfico 16 - ROE médio entre os setores da economia brasileira (%).	64
Gráfico 17 - Porcentagem de finanças hedge, especulativa e Ponzi em cada ano do período de análise.	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxonomia de Minsky em cada ano para cada série apresentada.	67
--	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. REFERENCIAL TEÓRICO	9
2.1. A Hipótese da Instabilidade Financeira	9
2.2. A taxonomia de Minsky	14
2.3. O conceito de incerteza.....	17
3. PANORAMA ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 2008 E 2019.....	19
3.1. HISTÓRICO DO PERÍODO	19
3.2. ÍNDICE DE ATIVIDADE ECONÔMICA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (IBC-Br)	24
3.3. TAXA SELIC REAL	28
3.4. HIATO DO PRODUTO	32
3.5. TAXA DE DESOCUPAÇÃO	35
3.6. FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO (FBCF – IPEA).....	37
3.7. O FORNECIMENTO DE CRÉDITO E O SPREAD BANCÁRIO	40
3.8. ROBUSTEZ DAS MARGENS DE SEGURANÇA	47
3.9. ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS E DAS FIRMAS	51
3.10. RECUPERAÇÕES JUDICIAIS	55
3.11. ÍNDICES DE CONFIANÇA DO CONSUMIDOR E DO EMPRESÁRIO.....	58
3.12. NÚMERO DE LISTAGENS DE EMPRESAS NA BOLSA	60
3.13. COMPORTAMENTO DOS PREÇOS DE ATIVOS LISTADOS EM BOLSA E RENTABILIDADE DAS EMPRESAS	62
4. A TAXONOMIA DE MINSKY NO CENÁRIO ECONÔMICO BRASILEIRO	65
4.1. Listagem e contagem das taxonomias identificadas.....	65
5. CONCLUSÃO.....	68
6. REFERÊNCIAS	70

1. INTRODUÇÃO

As recorrentes crises financeiras, que permeiam a história do sistema capitalista como um todo, geram diversos debates no âmbito acadêmico que tentam explicar por que esses fenômenos ocorrem. Hyman Minsky (1986), um economista pós-keynesiano do século XX, buscou clarificar esses frequentes episódios de instabilidade econômica partindo da premissa de que o sistema capitalista é inerentemente instável, formando estruturas financeiramente frágeis de maneira endógena. Geralmente, para o autor, esse processo ocorre na medida em que agentes econômicos começam a especular com seus fluxos de caixa, por meio de mecanismos como a alavancagem financeira, facilitada por crédito acessível e taxas de juros baixas.

Nesse sentido, Minsky (1986) formulou uma teoria, conhecida como Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), que visa elucidar o ciclo econômico de nações capitalistas, abordando os diferentes momentos de recessão e expansão e de que modo se dá a transição de um cenário de *boom* financeiro para uma crise. Em conjunto, o economista também propõe uma taxonomia que define três tipos diferentes de finanças, sendo elas *hedge*, especulativa e Ponzi, que leva em conta a capacidade de caixa dos agentes para arcar com compromissos de dívida feitos.

Levando em conta o cenário econômico brasileiro, a crise do *subprime*, nascida em 2008, trouxe uma série de mudanças para o país, que ao longo dos anos 2000 estava inserido num contexto de mercado externo favorável para *commodities* devido ao avanço chinês (CRUZ et al, 2012). O choque provocado pelo mercado imobiliário norte-americano trouxe momentos mais conturbados, que envolviam a perda de competitividade externa e desestímulo industrial no Brasil por causa de apreciações na taxa real de câmbio. Essa mudança de paradigma também trouxe o aumento de pressões inflacionárias, sendo exacerbada por políticas fiscais expansionistas que ao mesmo tempo em que protegeram o Brasil dos efeitos da crise no setor imobiliário norte-americano, estimularam a demanda agregada do país. Com isso, surgiu a necessidade de formular políticas econômicas para conter essas discrepâncias e estimular a retomada de dinamismo perante o ambiente internacional, levando o governo a investir e subsidiar diversos setores, além de fomentar a oferta de crédito (OREIRO, 2015).

Na medida em que essa situação se alastrava, as contas públicas do país se deterioravam, afetando elementos como o risco-país e a confiança de investidores. Todos esses processos, em conjunto, fizeram com que o país iniciasse uma gradativa desaceleração

econômica, com taxas de crescimento do PIB cada vez menores, culminando na recessão ocorrida entre 2014 e 2016. A partir daí, para recuperar o crescimento, foi preciso iniciar uma agenda de reformas e cortes de gastos, para que se pudesse reaver a produtividade e o crescimento brasileiro (BARBOSA FILHO, 2017).

Desse modo, esse trabalho busca estudar o ciclo econômico brasileiro entre 2008 e 2019 de acordo com a HIF de Minsky (1986), com uma análise que engloba dados macroeconômicos, microeconômicos, bancários e da bolsa de valores, mas que não se aprofunda ao nível dos balanços dos agentes, focando em fornecer uma *proxy* que indica qual das finanças apresentadas na taxonomia proposta pelo autor predomina no Brasil nesse período. Assim, para efetivar esse exame, a teoria explicada na seção seguinte servirá de base para o trabalho, que, por sua vez, conta com uma abordagem híbrida entre o lado quantitativo, tendo em vista o emprego de diversas séries econômicas históricas, e o qualitativo, pois visa classificar esses indicadores seguindo as três nomenclaturas e a visão de Minsky sobre os ciclos financeiros.

Com isso, após expor o referencial teórico, que elucida a HIF de Minsky e os principais elementos que a compõe, clarificar as diferentes taxonomias e também o conceito de incerteza, a próxima etapa do trabalho será composta por um histórico do período em análise, focando, inicialmente, nas principais políticas empregadas, para que posteriormente ocorra a apresentação e análise dos indicadores e como as fases taxonômicas se aplicam a eles. A seção seguinte, por sua vez, será voltada para a compilação e listagem das nomenclaturas minskyanas identificadas via estudo dos dados, apontando também qual das taxonomias realmente predominou entre 2008 e 2019.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. A Hipótese da Instabilidade Financeira

A obra de Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy* (1986), nasceu com o propósito de entender por que, periodicamente, as diferentes economias capitalistas sofrem momentos de instabilidade financeira que, dependendo da gravidade, podem acarretar fortes recessões econômicas. Esse autor foi influenciado por John Maynard Keynes, trazendo para o debate econômico, por meio da sua Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), o pressuposto de que o sistema capitalista possui um caráter inerentemente instável, que se agrava na medida em que os mercados financeiros se tornam mais complexos e interligados. Com isso,

Minsky compreende que muitas das crises ocorridas ao longo do século XX têm origem endógena, não sendo causadas por choques externos.

O destaque da HIF de Minsky está na análise da forma como bens de capital são financiados pelos agentes e como isso afeta o funcionamento econômico, sendo que componentes como a disponibilidade de crédito e a taxa de juros são centrais para a construção de estruturas financeiramente disruptivas. A HIF explica que, apesar de ciclos econômicos e crises financeiras serem algo inerente ao sistema capitalista, o que de fato acontece dentro desse ambiente também depende de instituições e do emprego de políticas econômicas (MINKSY, 1986, p. 194).

Assim, a existência de fragilidades financeiras depende do comportamento de investidores, famílias e instituições, que atuam sob influência de diversos elementos. De início, agentes econômicos, para efetivarem o processo de acumulação de capital, precisam considerar a renda esperada pelo emprego do ativo na produção, bem como os custos gerados por ele, além de ponderar e analisar mecanismos de financiamento para investir nesse bem, tendo em vista que, para Minsky (1986, p. 238), *“investment in our economy is a money-now-in-exchange-for-money-later transaction.”*

Desse modo, em um momento de relativa tranquilidade econômica, uma situação de pleno emprego e de bonança encoraja empresários e banqueiros a aceitarem um nível maior de dívidas financeiras, com o intuito de expandir lucros. Inserido nesse contexto, Minsky (1986) explica que processos de inovação financeira, por meio da criação de técnicas de financiamento para diferentes tipos de atividade, bem como a formulação de substitutos do dinheiro, são características de uma economia que vive um ciclo de ascensão.

In an economy in which the debt financing of positions in capital and financial assets is possible, there is an irreducible speculative element, for the extent of debt-financing of positions and the instruments used in such financing reflect the willingness of businessmen and bankers to speculate on future cash flows and financial market conditions (MINSKY, 1986, p. 198-199).

Especulações se tornam inevitáveis em uma economia que possibilita o financiamento de dívidas relacionadas a bens financeiros e de capital, e, na medida em que a expansão se mantém, os agentes ficam mais abertos a financiar suas posições passivas. Para atender essa demanda crescente, os bancos inventam novos mecanismos e técnicas financeiras, além de empregar os já existentes com mais intensidade, pois acarretariam numa elevação no nível de preços de ativos e no preço de demanda para investimentos, permitindo maiores ganhos de capital a todas as partes envolvidas (MINSKY, 1986). Nesse sentido, *“financial innovation*

therefore tends to induce capital gains, increase investment, and increase profits: the economy will try to expand beyond any tranquil full-employment state” (Minsky, 1986, p. 199).

Além disso, Keynes (1972, apud Minsky, 1992, p. 3) ressalta que o dinheiro está conectado com os processos de financiamento ao longo do tempo, pois geram compromissos de pagamento datados, com os bancos atuando como agentes centrais. Um aumento na oferta de dinheiro pode ser causado por uma elevação no nível de financiamentos, pois, conforme explica Minsky (1986, p. 198), *“money is created in the process of borrowing and lending.”*.

O sistema capitalista é movido por relações financeiras intrínsecas que, na medida em que o ambiente econômico se torna mais propício, o fornecimento de crédito tende a expandir, pois esses agentes se sentem mais confortáveis em angariar dívidas com o intuito de aplicá-los em bens de capital e financeiros ou em algum outro investimento. As expectativas das famílias, empresas e bancos são afetadas por esses eventos, pois precisam planejar seus fluxos de caixa para que consigam sustentar os compromissos que possuem, fazendo com que precisem tomar decisões em um clima de incerteza (TORRES FILHO et al, 2018).

The financing of investment demand by means of new techniques means the generation of demand in excess of that allowed for by the existing tranquil state. The rise in spending upon investment leads to an increase in profits, which feeds back and raises the price of capital assets and thus the demand price of investment (MINSKY, 1986, p. 199).

Portanto, a fragilidade em um sistema capitalista surge devido a forças disruptivas endógenas, fazendo com que o pleno emprego, ao mesmo tempo em que se têm preços estáveis, não seja sustentável (MINSKY, 1986). Esse processo acontece porque a expansão dos preços dos ativos não possui um fundamento sólido, sendo impulsionados por uma expansão desenfreada de crédito que incentiva os gastos, alimentando, consequentemente, essa elevação. Assim, de acordo com Kindleberger (2017), nasce uma bolha financeira.

[...] bolha é um crescimento no endividamento a uma taxa de 20 ou 30% ao ano por um período estendido que não pode ser sustentado. Alguém com capacidade de “prever com perfeição” poderia ter percebido que a elevação de preço não era sustentável – e uma implosão, inevitável (KINDLEBERGER, 2017, p. 43)

A expansão de crédito, muitas vezes, vem acompanhada por um forte movimento de alavancagem, definida pela razão entre o débito e o capital ou patrimônio líquido de uma empresa. Desse modo, firmas que estão posicionadas de forma muito alavancada visam a expansão dos lucros utilizando financiamento de terceiros, aumentando, em grande proporção, seu nível de endividamento em detrimento do seu próprio capital (KINDLEBERGER, 2017).

Esse processo contribui para a deterioração das margens de segurança, que é um mecanismo que analisa a capacidade de pagamento do agente que demanda por crédito por meio do estudo das fontes de renda primárias e secundárias (BAHRY, GABRIEL, 2010). Com o aumento dos preços dos ativos, tanto os emprestadores quanto os devedores passam a operar de forma mais irresponsável, pois se cria um ambiente de otimismo com o futuro econômico, acarretando, assim, na minimização dos requerimentos mínimos de margem de segurança (KINDLEBERGER, 2017).

Minsky (1986) explica que uma manifestação evidente da incerteza que permeia o ambiente econômico está na própria vontade de se operar de forma alavancada, justamente porque para que ocorra a alavancagem, dois agentes precisam tomar essa decisão, sendo eles os proprietários dos bens de capital, que resolvem financiar a aquisição de capital por meio de dívida, e a comunidade financeira, que opta por aceitar um risco maior pela possibilidade de obter lucros maiores num futuro hipotético.

Desse modo, quando o débito pode ser utilizado para financiar a aquisição de ações, por exemplo, um aumento no preço do papel evidenciará a elegibilidade dos próprios acionistas de obterem mais empréstimos, o que, por consequência, pode ser utilizado como base para o financiamento das compras de mais ativos. Um aumento de preços é causado por um movimento que se retroalimenta, possibilitando uma elevação no nível de demanda por ações devido a um processo que não reflete, verdadeiramente, o fundamento para ampliação de preços (MINSKY, 1986).

Portanto, de acordo com Kindleberger (2017), a especulação e posições alavancadas são cada vez mais encorajadas devido ao ambiente econômico próspero, possibilitado pelo barateamento e pela facilidade de acesso ao crédito, gerando uma euforia generalizada entre os agentes, que buscam maximizar seus lucros. Através disso, uma bolha financeira se torna cada vez maior porque as expectativas de ganhos de capital vêm a ser o principal norte das unidades econômicas, que passam a tolerar riscos cada vez maiores. Esse processo se assemelha à noção de “psicologia das massas”, que é abordada por esse autor, pois, nesse contexto, as unidades econômicas passam a agir como uma espécie de manada, já que por meio do otimismo generalizado e da repetição de suas atitudes, acabam perpetuando um círculo vicioso causado pela própria estrutura do sistema capitalista.

A partir daí, o grande volume de compromissos de dívida, faz com que o fluxo de caixa precise ser cada vez maior, a fim de arcar com os juros sobre o principal, chegando em um patamar em que as receitas se tornam menores do que o montante requerido para assumir

todos os custos. Na medida em que os agentes percebem que as previsões otimistas que fizeram não ocorrerão, instabilidades irão surgir, pois as empresas buscarão liquidar suas dívidas por meio da venda de seus ativos. É importante ressaltar que esse processo pode ser provocado por acontecimentos externos, que acabam sendo o gatilho para iniciar essa cadeia de eventos (KINDLEBERGER, 2017).

Por outro lado, dado essa movimentação, os bancos percebem a mudança de atitude dos outros agentes e acabam ficando indispostos a continuar financiando, podendo até mesmo aumentar suas taxas de juros para empréstimo ou reduzir os prazos de maturidade fornecidos. Por causa disso, os efeitos negativos sobre os lucros dos agentes serão ainda piores, ampliados graças à descrença dos emprestadores de que o crédito fornecido será pago (BAHRY, GABRIEL, 2010).

Desse modo, “o nível de preços de demanda dos ativos de capital e financeiros diminui em relação ao custo de produção dos bens de investimento, e nesse momento é identificada uma crise” (BAHRY, GABRIEL, 2010, p. 38). Por isso, é possível perceber momentos de inflação ou de deflação de ativos e de dívidas, que podem sair do controle dependendo da forma como as unidades econômicas reagem, pois tanto um movimento de inflação, quanto o de deflação, pode ser ampliado (MINSKY, 1992). Com isso, a Hipótese da Instabilidade Financeira indica que a instabilidade do sistema capitalista é agravada de forma endógena na medida em que os ciclos econômicos avançam, atingindo o ápice quando há um ambiente de euforia generalizada devido à uma relativa falta de dificuldades financeiras, em que ocorre um aumento no nível de endividamento impulsionado por crédito mais acessível e juros menores, tendo a capacidade de gerar uma recessão econômica quando os agentes perceberem que seu nível de receitas está abaixo dos compromissos de dívida firmados, momento esse que pode ser concretizado quando um choque financeiro ou mercadológico expõe o balanço de empresas, famílias e instituições (MINSKY, 1986).

Para conter a escalada da crise, Minsky (1986) entende que bancos centrais podem atuar como *lenders-of-last-resort*, que seria a injeção de capital do governo como último recurso, a fim de proteger o lucro, o emprego e a liquidez. Esse processo pode ser acompanhado por um grande déficit fiscal do país, sendo que as instituições financeiras utilizariam os títulos de dívida do Estado para a construção de uma nova base para viabilizar a oferta de crédito e dar início a um novo ciclo de crescimento.

Because the interventions lead to a quick halt to the downturn, financial disturbances, which force lender-of-last-resort intervention by the authorities, no longer lead to sustained price decreases; instead, the actions

that are taken to prevent a debt deflation and a depression set a groundwork for a subsequent burst of expansion followed by inflation (MINSKY, 1986, p. 281)

Quando esse processo acontece com sucesso, os agentes passarão por uma fase de reestruturação financeira para melhorar suas posições e encerrar posturas financeiramente frágeis. Por causa disso, Minsky (1986) reforça que autoridades como o banco central nasceram justamente para impedir a dispersão de forças desestabilizadoras no sistema financeiro, pois atuam para impedir que pequenas fragilidades contaminem toda a economia e provoquem uma deflação generalizada nos preços dos ativos. Para tanto, na medida em que as instituições financeiras geram novos instrumentos financeiros, que possibilitam a exploração de estruturas especulativas, os bancos centrais conseguiriam, aos poucos, absorver e validar esses mecanismos por meio de políticas regulatórias. Contudo, em última instância, um outro período de crise chegaria, pois aqueles que inovam, por constantemente buscarem lucros, sempre ultrapassariam os reguladores (MINSKY, 1986).

2.2. A taxonomia de Minsky

Conforme explicado, a formação da fragilidade financeira acontece de forma endógena, em que os agentes, a todo momento, operam considerando receitas e despesas futuras. Na medida que os ciclos econômicos avançam, o período de gestação dos investimentos passa a ser um componente que afeta diretamente a capacidade de pagamento de dívida dos agentes, chegando a um ponto em que o fluxo de caixa de uma empresa não é suficiente para atender todos os custos que possui, sejam eles operacionais ou financeiros (MINSKY, 1986).

This means that a lack of synchronization between contractual payments on debts and receipts from operations can be built into the banker-business relation as positions in long-lived assets that are financed by short-term liabilities. [...] Instability may very well be exacerbated as production becomes more capital intensive and as the relative cost and gestation periods of investment goods increase... (MINSKY, 1986, p. 222).

Isso implica que, eventualmente, o pagamento de dívidas será feito por meio de crédito externo ao invés das receitas advindas da produção, significando na formação de estruturas de dívidas recorrentes, que poderão gerar efeitos catastróficos para um agente caso ocorra uma mudança no cenário econômico. Pensando nisso, Minsky (1986), formulou uma taxonomia que contém três tipos diferentes de posições financeiras, sendo elas *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*.

As finanças *hedge* se referem às unidades econômicas que têm um fluxo de caixa esperado mais que suficiente para pagar os compromissos financeiros que possui ao longo do tempo. Uma característica muito comum entre firmas que possuem esse tipo de estrutura é o financiamento por meio de capital próprio, possibilitado pela venda de ações. Assim, quanto maior for a presença de retornos sobre o patrimônio líquido nos passivos de uma empresa, mais sólida será a posição *hedge* (MINSKY, 1992).

Por outro lado, as finanças especulativas já não possuem uma estrutura tão segura, pois remetem a um fluxo de renda esperado insuficiente para arcar com os compromissos de dívidas feitos, pelo menos por uma parte do tempo. Ou seja, uma unidade com esse tipo de posicionamento precisará fazer a rolagem de sua dívida, pagando parcelas do principal, até que suas receitas correntes superem a incidência de juros sobre o montante da dívida (MINSKY, 1986). Esse processo pode envolver empréstimos de curto-prazo para financiar a maturação de empréstimos mais antigos, sendo, por isso, mais arriscado do que o tipo *hedge* (MINSKY, 1992).

Em último, a posição financeira Ponzi é, em partes, uma estrutura similar à especulativa, se diferenciando na intensidade dos desequilíbrios presentes entre o fluxo de caixa esperado e as obrigações financeiras futuras. Nesse sentido, uma unidade econômica possuidora dessa estrutura, além de não conseguir arcar com o principal, também não terá capacidade de pagar pelos juros, fazendo com que se torne cada vez mais dependente de empréstimo de curto-prazo e de refinanciamentos (TORRES FILHO et al, 2018).

Com isso, já é esperado que o montante da dívida da empresa aumentará, a menos que haja uma venda de ativos, uma emissão primária de ações, ou, nos casos mais extremos, uma renegociação de passivos. O risco financeiro da empresa Ponzi é, portanto, demasiadamente alto e insustentável (TORRES FILHO et al, 2018, p. 9)

Como os ciclos econômicos oscilam, de acordo com a HIF, entre estruturas de financiamento robustas e frágeis, é preciso compreender de que forma se dá essa transição e quais os principais elementos que impulsionam esse processo. De acordo com Minsky (1986), *“profit opportunities within a robust financial structure make the shift from robustness to fragility an endogenous phenomenon”* (p. 234).

Após uma recessão econômica, no sistema capitalista moderno, o governo se endivida para sustentar o nível de emprego, de renda e de lucros dos negócios até que esses consigam se sustentar por si só por meio da maturação de investimentos. Esse processo retira o protagonismo do financiamento bancário para bens de capital, tendo em vista que as operações de refinanciamento possuirão uma taxa de juros menor graças à intervenção das

autoridades administrativas. Isso auxilia para que as dívidas de curto-prazo, feitas para aquisição de ações e outros ativos, e de longo prazo sejam subsidiadas (MINSKY, 1986).

Simultaneously, because of the deficit, government debt is fed into the portfolios of banks and other financial units, which decreases the exposure of the banking and financial systems to default. The economy emerges from a recession that follows a financial crisis with a more robust structure than it had when the crisis took place (MINSKY, 1986, p. 234).

Assim, um sistema em que se tem a predominância de finanças do tipo *hedge* possui o potencial de gerar arranjos especulativos se a taxa de juros de curto prazo, que pode ser utilizada para financiar investimento em ativos e bens de capital, for menor do que a de longo prazo, possibilitando que o valor dos diferentes ativos se eleve devido a um aumento em suas demandas, acarretando em ganhos de capital (MINSKY, 1986).

Unidades do tipo *hedge* ficam vulneráveis caso sofram um brusco aumento em custos ou em quedas de receita, afetando o balanço de pagamentos. Por outro lado, firmas com finanças especulativas, por precisarem angariar fundos no mercado financeiro para honrar seus compromissos, além de serem impactadas por problemas com custos e receitas, também são diretamente vinculadas com eventos negativos no setor financeiro, como aumentos na taxa de juros e maiores restrições no fornecimento de crédito. Nesse sentido, unidades Ponzi são afetadas por todos esses fatores, mas são muito mais sensíveis, tendo em vista que até mesmo o pagamento de dividendos deteriora seus balanços, fazendo com que o caixa necessário para arcar com suas obrigações seja cada vez maior (MINSKY, 1986).

Além disso, os bancos também podem obter uma postura especulativa, pois a existência de diferentes instrumentos financeiros possibilita a arrecadação de dinheiro, o que pode ser denotado pelo spread bancário, que é a diferença entre a taxa de juros cobrada para empréstimos e a taxa de juros paga para a captação de capital. Assim, esse influxo possibilita que essas instituições consigam financiar os detentores de ações e investimentos, desde que esteja vigente uma estrutura de juros e de preços de ativos que seja lucrativa (MINSKY, 1986).

Felizmente, os riscos do credor e do devedor atuam como freios para uma expansão muito acelerada desse tipo de oportunidades de lucro, impedindo uma rápida deterioração das margens de segurança, bem como um posicionamento precocemente alavancado dos agentes. Além disso, o desenvolvimento de instituições financeiras capazes de fornecer instrumentos para os donos de capital que protejam a liquidez e o preço de seus ativos contra oscilações infundadas é também uma barreira importante contra a emergência de estruturas financeiras frágeis (MINSKY, 1986).

Desse modo, Minsky (1986) explica que a velocidade com que inovações financeiras surgem e se espalham é um indicador fundamental para compreender o ritmo de transição de uma economia com predominância financeira *hedge* para uma especulativa, pois seria evidência de uma menor robustez das margens de segurança bancárias para maximização de lucros. Assim, na medida em que o número de unidades com estruturas especulativas e Ponzi aumenta, mais forte é o indício de que a economia pode estar entrando em desequilíbrio e que as fragilidades endogenamente formadas estão se reproduzindo (MINSKY, 1986 e 1992).

Portanto, a economia, após um período prolongado de prosperidade, tende a transitar para uma estrutura financeira frágil conforme as oportunidades de lucro vão surgindo. Consequentemente, esse processo afeta as expectativas das famílias, empresas e bancos, podendo gerar uma sensação de otimismo que faz com que essas unidades fiquem mais dispostas a tomarem riscos.

2.3. O conceito de incerteza

Conforme explicado, a crescente complexidade e sofisticação do sistema financeiro contemporâneo faz com que incertezas permeiem o ambiente econômico, o que afeta, em última instância, as expectativas futuras de empresas e famílias (MINSKY, 1986). Assim sendo, é necessário definir o que se entende como incerteza no ambiente econômico, a fim de clarificar como esse fenômeno provoca consequências no sistema capitalista.

Em seu livro, Minsky (1986) aborda o conceito de incerteza, definindo da seguinte forma:

Uncertainty deals with that class of events for which the outcome of actions cannot be known with the same precision as the average outcome at a roulette table, or even of a mortality table, is known. In a word, uncertainty in economics does not deal with risks that are insurable or analogous to gambling risks. For example, the appropriate liability structure for holding any type of capital asset cannot be known in the same sense as the appropriate technology for manufacturing (MINSKY, 1986, p. 207)

O pensamento de Minsky sobre incerteza é diretamente inspirado na análise de Keynes acerca do comportamento financeiro dos agentes, conforme explica Sheila Dow (2010), com a diferença de que o segundo explora fatores psicológicos existentes no processo de tomada de decisão, especialmente no que se refere ao colapso de expectativas, enquanto o primeiro se atém aos elementos estruturais que originam os ciclos financeiros (CHICK, 2001, apud DOW, 2010).

For all Minsky explicitly adopted Keynes's theory of expectations under uncertainty, he appeared to distance himself further from psychological

exploration by referring, for example, to 'the irrational fact of uncertainty'.
(MINSKY, 1982, p. 118 apud DOW, 2010).

Assim sendo, Keynes (1921, apud DOW, 2010) entende que existe um escopo limitado do que pode ser considerado como certo e como conhecimento de fato, o que faz com que o processo decisório de um agente seja permeado por incertezas, sendo suplantado por informações indiretas, como teorias e conselhos profissionais. Esses elementos, sendo insuficientes para justificar uma ação, são complementados com o instinto e uma vontade psicológica de agir, oriundas do próprio investidor.

Nesse sentido, o otimismo econômico age como um elemento que impulsiona uma ação de investimento, tendo, em muitas vezes, maior força de influência em tomadas de decisão do que o próprio cálculo matemático racional (KEYNES, 1936, p. 161 apud DOW, 2010). Com isso, quando não existe otimismo no ambiente econômico, o fator psicológico que leva os agentes a agirem não se faz presente, pois as expectativas de lucro são baixas, fazendo com que a liquidez seja mais valorizada do que o comprometimento de capital em alguma aplicação.

Seguindo essa lógica proposta por Keynes, é possível perceber uma relação com os momentos de euforia descritos pela HIF de Minsky (1986), sendo que durante um *boom* econômico, a confiança geral dos agentes é fortalecida pela valorização dos ativos, mas, quando um choque provoca o colapso de uma bolha financeira, os ativos passam por uma deflação de preços, destruindo o otimismo econômico e ancorando as expectativas nessa depreciação. A partir daí, os agentes buscam liquidar seus investimentos, pois preferem evitar riscos nesse contexto e preservar sua liquidez.

É válido mencionar que uma crescente necessidade por liquidez provoca um choque de demanda por moeda, afetando, em última instância, a formação da taxa de juros, que acabará sendo elevada. Esse processo, em Keynes (1936), ocorre pois o preço (taxa de juros) para investir capital e abdicar liquidez, deve ser maior em momentos de muita incerteza.

Assim, as rendas esperadas são diretamente influenciadas por fatos existentes, podendo ser o volume existente de capital em geral, e por eventos futuros, que envolvem mudanças no estoque e nas preferências dos consumidores, que podem ser antecipados com um grau maior ou menor de confiança. Desse modo, quanto maior for o grau de confiança em uma determinada tomada de decisão, mais plausíveis serão as expectativas de longo prazo dos agentes (KEYNES, 1936).

Contudo, ao mesmo tempo em que se possui componente quantificáveis, outros aspectos também estão inseridos em um processo de tomada de decisão dos agentes, sendo

que esses, por sua vez, não conseguem ser definidos por nenhuma métrica, fazendo com que exista uma relação entre o que se conhece sobre o que está por vir e o que é incerto. Assim, somente o futuro conseguirá demonstrar se o que se esperava realmente se concretizará, ou se um evento imprevisto mudará o curso das expectativas (ANDRADE, 2011).

O conhecimento é “flutuante, vago e incerto” no momento do processo de tomada de decisão em razão da existência de um fluxo de tempo que é irreversível e que contém os germes de situações ignoradas. O conhecimento é limitado por causa do alcance ilimitado de possibilidades rivais que podem tomar forma no futuro como resultado tanto de nossas decisões, como das de outras pessoas. Por conseguinte, o conceito de incerteza de Keynes diz respeito a um estado corrente de (escassez de) conhecimento falível e contingente, no presente real em que as decisões são tomadas, com relação a multiformes e indeterminados futuros (KEYNES, 1937, apud ANDRADE, 2011, p. 177-178).

Com isso, no que se refere às decisões de investimento, Keynes (1937), explica que a incerteza afeta a decisão dos agentes no que tange à opção pela liquidez ou na seleção de ativos para um portfólio, por exemplo. Assim, possuir uma reserva de valor poderia ser uma medida defensiva contra um futuro muito incerto, atuando como um indicador acerca do grau de desconfiança sobre o horizonte econômico (KEYNES, apud ANDRADE, 2011).

3. PANORAMA ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 2008 E 2019

3.1. Histórico do período

Nesta seção, será avaliada a economia brasileira em trajetória recente marcada entre os anos de 2008 e 2019, a fim de compreender qual o funcionamento atual do ambiente econômico, com enfoque na formação de fragilidades em sua estrutura, tomando como base o pensamento teórico de Hyman Minsky. Para isso, é necessário trazer à tona as principais políticas econômicas do país no período, a fim de traçar um panorama geral, que será complementado e fundamentado pela análise de dados econômicos encontrados em diversas séries históricas.

Esse estudo focará nas relações entre indicadores macroeconômicos, microeconômicos, do setor bancário e da bolsa de valores, sendo a etapa quantitativa e qualitativa do trabalho, que formará uma *proxy*¹ referente à taxonomia do ciclo minskyano que predomina na conjuntura econômica do Brasil. Para exemplificar, elevações no fornecimento de crédito em conjunto com baixa taxa de juros sugerem um ambiente propício para finanças especulativas, demonstrando que as análises dos dados serão estruturadas de

¹ Como essa investigação não adentra em informações contábeis de unidades empresariais, é possível que perdas ocorram, abrindo espaço para abstrações.

maneira conjunta, embasadas na HIF, mas não chegarão ao nível dos balanços da empresas. No que tange a apresentação e explicação das políticas empregadas no período, são importantes porque fornecem um racional por trás do comportamento das séries históricas, auxiliando na fundamentação e definição do ciclo de Minsky no país.

Com isso, de início, o Brasil na década de 2000 estava inserido num ambiente internacional favorável para seu crescimento econômico. O aumento dos preços das *commodities*, propiciado pelo avanço da China, beneficiou a venda dos produtos nacionais e possibilitou com que a balança comercial do país alcançasse saldos positivos consistentes. Ademais, o crescimento econômico refletido no PIB do período gerou ganhos sociais como o aumento da renda real per capita, por meio do aumento do salário mínimo e maior disponibilidade de crédito, que provocou mudanças positivas na pirâmide social brasileira. Além disso, a inflação se manteve em níveis controlados, graças a um bom controle da taxa de câmbio (CRUZ et al., 2012).

Entretanto, o crescimento econômico brasileiro sofreu retrocessos nos últimos meses de 2008 devido à crise do *subprime*, que nasceu no mercado imobiliário norte-americano e afetou todo o cenário econômico mundial. O governo Lula (2003-2011) já vinha tomando providências de caráter anticíclico para conter os impactos da recessão, envolvendo medidas que expandissem a liquidez garantindo empréstimos para setores chave, além de empregar políticas macroeconômicas fiscais e monetárias expansionistas, visando a redução da taxa de juros e o aumento dos gastos públicos para sustentar as atividades econômicas, envolvendo também a manutenção do câmbio para controle inflacionário. Graças a isso, o Brasil sofreu impactos amenizados se comparado a outros países. (LIMA, 2013).

Nesse contexto, o setor bancário nacional preferiu acompanhar a tendência internacional e reduzir a oferta de crédito no Brasil, provocando um choque nas expectativas dos agentes, que vinham de um ciclo de alta em vendas e produção. Esse processo, então, explica a retração denotada ao final de 2008, considerando que esse choque externo enfraqueceu a demanda nacional, pois as unidades econômicas preferiram manter sua liquidez, afetando negativamente a balança comercial (FREITAS, 2009, apud LIMA, 2013).

Por outro lado, é importante ressaltar os efeitos que a crise de 2008 trouxe para o Brasil. A preferência pela liquidez indica o nível de incerteza dos agentes frente a um futuro incerto e, mesmo com as medidas tomadas pelo governo, a retração da oferta de crédito aponta que o crescimento econômico nacional não estaria mais com o mesmo ritmo expansivo

que possuía na primeira metade dos anos 2000. Assim, inicia-se uma queda no nível de atividade econômica brasileira.

Após a crise internacional de 2008/2009 a taxa de crescimento de um conjunto de países latino-americanos caiu em 0,5% ao ano. No Brasil, essa queda foi de 2% ao ano. Barbosa Filho e Pessoa (2015, apud BARBOSA FILHO, 2017, p. 54) avaliam que essa queda adicional de 1,5% ocorrida no Brasil é fruto do conjunto de políticas erroneamente adotadas pelo país.

É válido lembrar que a economia brasileira nos anos 2000 era pautada pelo chamado “tripé macroeconômico”, que estabelecia metas de inflação por meio do controle da taxa de juros a curto-prazo, bem como a constituição de superávit primário mantendo uma dívida pública baixa, estável e proporcional ao PIB brasileiro. A política cambial, por sua vez, tinha uma flutuação relativamente livre, pois atribuía autonomia ao Banco Central para atender objetivos nacionais (OREIRO, 2015)

A partir de 2006, o tripé macroeconômico começa a ser flexibilizado. A política fiscal passa a ter como diretriz, além da redução do nível da dívida pública, uma procura em expandir o investimento público proporcionalmente ao PIB, além de ocorrer uma valorização do salário mínimo, que possibilitou uma melhor distribuição de renda e, como consequência, o aumento do consumo. Ademais, a busca pelo declínio inflacionário ano a ano foi abandonada, sendo escolhido uma taxa de inflação constante de 4,5% a.a, que permitiu uma diminuição da taxa de juros real e nominal. No que se refere à política de câmbio, o Banco Central empregou uma medida de aquisição em massa de reservas para preservar a competitividade nacional no exterior, contendo assim a apreciação da taxa cambial, ao passo que, no que se refere à política salarial, houve uma busca na elevação do salário real (OREIRO, 2015).

A flexibilização do “tripé macroeconômico” tinha, portanto, como objetivo conciliar a estabilidade macroeconômica obtida com o “tripé rígido” ao mesmo tempo em que abria espaço para um estímulo maior ao crescimento econômico pelo lado da demanda agregada (maior investimento público, redução da taxa de juros) (OREIRO, 2015, p. 2).

Já na janela temporal entre 2008 e 2011, a política macroeconômica empregada recebeu a alcunha de “desenvolvimentismo inconsistente” por Oreiro (2015, p. 17). Foi pautada por um conjunto de medidas que visavam manter a taxa real de câmbio em patamares controlados e instigar a elevação do produto real, além de buscar aumentar os salários e fortalecer a demanda agregada por meio de uma política fiscal expansiva. Entretanto, não havia compatibilidade entre esses objetivos, pois a aceleração dos gastos primários do governo e o aumento salarial iam em sentido contrário à manutenção da taxa real de câmbio,

pois, com uma demanda agregada pujante e crescimentos no produto real, seria preciso permitir aumentos na inflação. Se, ao invés disso, a finalidade principal fosse coibir a apreciação de produtos e serviços, a taxa de juros precisaria ser elevada, provocando efeitos de apreciação da taxa real de câmbio, haja vista a entrada de divisas no país (OREIRO, 2015).

O regime adotado pelo Brasil a partir da crise financeira internacional de 2008 baseia-se na ideia do “*desarrollo hacia dentro*”, também conhecido como regime *wage-led*. Trata-se de um modelo no qual as políticas de redistribuição de renda e de aumento real do salário mínimo, em conjunto com uma forte expansão do crédito bancário, deveriam estimular um vigoroso crescimento dos gastos de consumo, o que levaria os empresários a aumentar os gastos de investimento, permitindo assim um aumento simultâneo da capacidade produtiva e da produtividade do trabalho. Nesse caso, seria possível obter um elevado crescimento do PIB e dos salários reais, ao mesmo tempo em que a inflação seria mantida sobre controle (OREIRO, 2015, p. 17).

Assim, o desenvolvimentismo inconsistente apresenta medidas alinhadas com o conceito de “social-desenvolvimentismo” que, de acordo com Pedro Paulo Zahluth Bastos (2012), foi “proposto apenas em meados do segundo governo de Lula e pouco mais de dois anos depois da desaceleração de 2004-5” (p. 794). Essa vertente pauta pela expansão e fortalecimento do mercado de consumo por meio da elevação da renda e melhoria na sua distribuição, aumento do emprego e maior oferta de bens e serviços públicos, desenvolvendo a infraestrutura social do país. O racional por trás disso é que o robustecimento do mercado interno provocaria um maior nível de investimentos, auxiliando na construção de um círculo virtuoso que se inicia com aumento dos salários, que provoca elevação no consumo que, por sua vez, gera mais investimentos devido ao aumento da produtividade, fechando o ciclo novamente em mais elevações da renda das famílias. Desse modo, a característica determinante do social-desenvolvimentismo é o foco no mercado interno, tendo o Estado como gestor da distribuição de renda e dos investimentos no país (BASTOS, 2012).

Entretanto, segundo Bastos (2012), a sustentabilidade desse modelo no longo prazo seria difícil, pois exigiria gastos cada vez mais elevados do setor público. O prolongamento do círculo virtuoso eventualmente geraria estreitamentos na estrutura produtiva, pois as empresas precisariam amplificar investimentos e antecipar irregularidades na oferta adiante da demanda corrente. Isso causaria restrições sobre o orçamento fiscal do governo, pois precisaria, além de lidar com gastos sociais, também tapar esse gargalo, que passaria a ser cada vez maior com tempo.

[...] a corrente é favorável ao papel do Estado para realizar, financiar ou coordenar um conjunto de grandes projetos de investimento que não se resume a oferecer condições gerais para a acumulação de capital (como

infraestrutura, educação básica e superior, saúde, ensino técnico etc.), mas que passa gradualmente a envolver-se na reestruturação de setores prioritários. Uma coisa não se harmoniza facilmente com a outra: alguém duvida de que, a curto prazo, operações de capitalização dos bancos públicos ou ampliações dos subsídios a investidores privados, possam opor-se a elevações do gasto social? (BASTOS, 2012, p. 796)

O aumento da demanda agregada em conjunto com um maior nível de gastos primários do governo, teve como efeito a apreciação da taxa real de câmbio, o que provocou déficits na conta corrente e um desestímulo industrial, principalmente no setor de transformação, trazendo menor dinamismo e competitividade, além de desestabilizar a inflação, que vinha sendo mantida. Desse modo, os estímulos para o crescimento da demanda doméstica fizeram com que os salários reais crescessem acima do esperado, o que trouxe maior discrepância para as perdas em competitividade, exacerbando também as pressões inflacionárias domesticamente (OREIRO, 2015).

A crise financeira global mudou o cenário radicalmente, dificultando a conciliação entre políticas contraditórias e enfraquecendo o controle conservador sobre juros e câmbio (BASTOS, 2012, p. 799).

Esses novos problemas foram uma ameaça para a manutenção do crescimento econômico brasileiro, por isso, ainda no início do governo Dilma (2011-2016), o desenvolvimentismo inconsistente foi substituído pela Nova Matriz Macroeconômica (NME), que visou combinar o investimento público com uma taxa de juros baixa, taxa cambial competitiva e uma política fiscal expansionista, com o intuito de combater essas discrepâncias internas e retomar a competitividade e crescimento (OREIRO, 2015).

Contudo, mesmo com aumentos em investimento doméstico, não houve crescimento econômico imediato, mas sim uma redução no nível de produtividade total dos fatores, o que demonstra a incapacidade da economia e do mercado da época em acompanhar a injeção exacerbada de recursos públicos. O BNDES foi um mecanismo muito empregado com a NME, fornecendo subsídios, principalmente, para setores considerados estratégicos e para empresas consideradas fundamentais para a economia do país (BARBOSA FILHO, 2017).

Para Oreiro (2015), as expectativas com a NME não se concretizaram, pois as medidas para conter o câmbio tiveram um caráter paliativo ao invés de permanente, o que não foi suficiente para remover os efeitos negativos sobre a competitividade industrial brasileira, nem para manter as taxas de juros em patamares reduzidos. Com isso, a NME foi uma política reativa, no sentido de precisar fazer ajustes ao longo de sua vigência na medida em que as circunstâncias mudavam, exemplo disso é que as ações para conter a apreciação cambial e recuperar a competitividade precisavam ser interrompidas caso as pressões inflacionárias

extrapolassem seus limites com o crescimento dos salários. Assim, percebe-se o funcionamento errático dessa política, que impossibilitou a implementação de soluções duradouras.

Esse processo gerou uma deterioração das contas públicas, impactando diretamente o PIB brasileiro. A partir de 2012, o Brasil passou a ter um déficit primário na ordem de 3%, que em conjunto com a crescente dívida do país, fez com que o risco Brasil expandisse consideravelmente, abalando a confiança de investidores na economia nacional. Os anos de 2015 e 2016 foram o ápice de uma gradativa desaceleração, em que o PIB, o consumo e a formação bruta de capital se tornaram negativos (BARBOSA FILHO, 2017).

No entanto, somente após a disparada do risco país em 2015 se observa a forte contração de consumo e investimento em nossa economia. A forte queda desses dois componentes parece estar relacionada com a crise de sustentabilidade da dívida pública brasileira que elevou os juros e a incerteza (BARBOSA FILHO, 2017, p. 56).

Nos anos seguintes, o governo adotou uma agenda ortodoxa-liberal, buscando implementar medidas para conter o crescente endividamento e conter a deterioração econômica do país. Nesse sentido, procurou-se reduzir a presença do Estado na economia por meio de diversas medidas, possuindo elas um teor mais reformista, contracionista e flexível, como o teto de gastos (que incluía os investimentos públicos), a reforma da previdência e políticas monetárias mais moderadas, com intuito de balizar expectativas dos agentes (OREIRO, 2019).

Por outro lado, essa guinada para uma agenda ortodoxa-liberal trouxe consigo um conservadorismo excessivo da política econômica brasileira, que acarreta numa demanda enfraquecida, conforme explica Oreiro (2019):

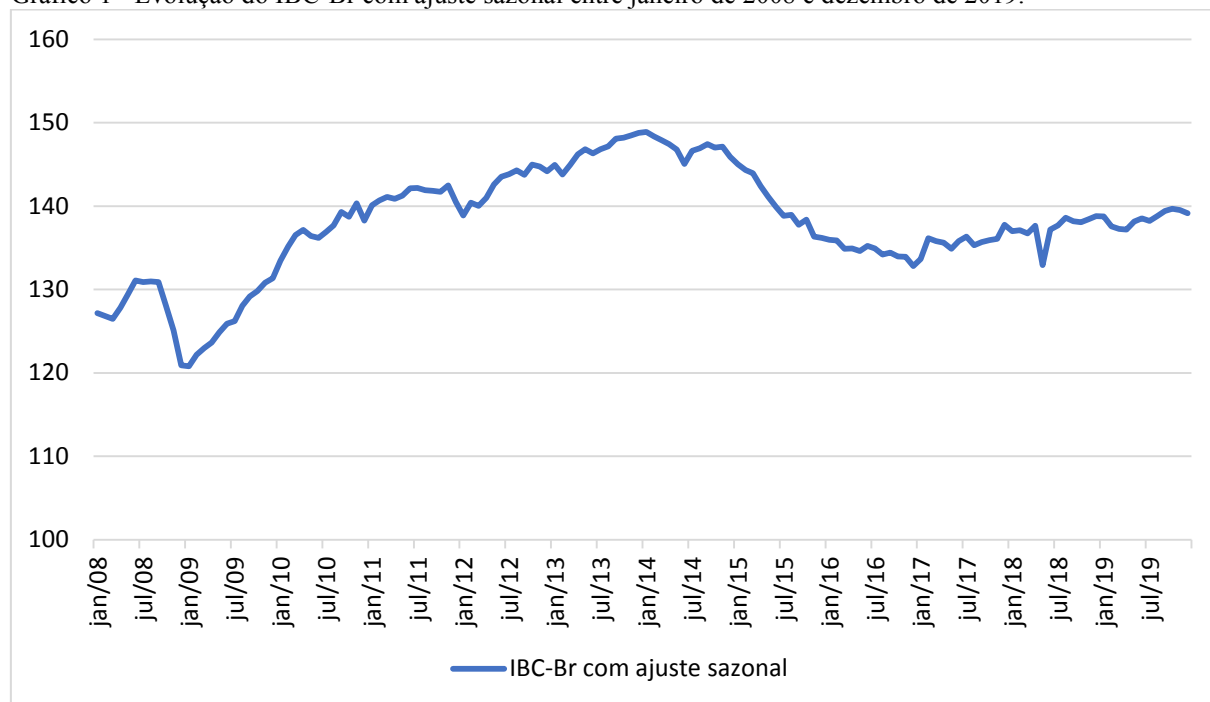
E, nesse ponto, a contração do gasto público através de uma terapia de choque como proposta por Paulo Guedes em situações de uma economia estagnada em que a maioria dos componentes de gastos estão estagnados, que, como visto, é o caso da economia brasileira desde 2017, não aumenta a demanda agregada da economia; pelo contrário, essa contração reduz a mesma, prejudicando ainda mais a tênue recuperação econômica (p. 25).

3.2. Índice de atividade econômica do Banco Central do Brasil (IBC-Br)

O IBC-Br, calculado pelo Banco Central, surgiu devido à necessidade de um indicador agregado com frequência mensal que permitisse interpretar o estado da economia, especialmente para decisões na política monetária. É visto como um *proxy* do PIB, pois busca avaliar a evolução da atividade econômica do Brasil por meio da análise dos diferentes setores. Nesse sentido, é um indicador importante, pois antecipa os resultados da produção

brasileira devido à sua maior assiduidade, além de servir de base para o Comitê de Política Monetária (Copom), influenciando na construção da inflação e das taxas de juros do país (BACEN, 2018).

Gráfico 1 - Evolução do IBC-Br com ajuste sazonal entre janeiro de 2008 e dezembro de 2019.



Fonte: BCB-Depec, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020);
Elaboração própria.

Nesse sentido, é um indicador para se analisar a produção de uma economia ao longo do tempo. No gráfico acima, nota-se, visualmente, que o IBC-Br oscilou entre as casas de 120 e 150 pontos, sendo que a principal alta aconteceu no ano de 2009, após recuo causado pela crise do *subprime*, e a principal queda veio ao final de 2014, indicando a crise econômica brasileira. Após essas turbulências, fica claro uma relativa estabilidade nos anos seguintes, mas com baixos crescimentos, influenciados pela mudança de postura econômica nos governos Temer e Bolsonaro, conforme explica Oreiro (2019).

A manutenção de uma política monetária contracionista por um período de tempo muito longo, com manutenção de uma taxa Selic acima do juro neutro da economia a partir de meados de 2017, num contexto em que a política fiscal e, sobretudo, financeira (desembolsos do BNDES) também foram contracionistas, contribuiu sobremaneira para a economia ter uma recuperação lenta com tendência à estagnação (p. 7-8).

Conforme dispõe a visão minskyana, ciclos de crescimento e tranquilidade econômica, em que há uma menor incidência de dificuldades financeiras, estabelecem o caminho para a formação de estruturas especulativas, pois eventualmente geram um sentimento de euforia nos agentes, fazendo com que busquem se aproveitar cada vez mais de oportunidades de lucro

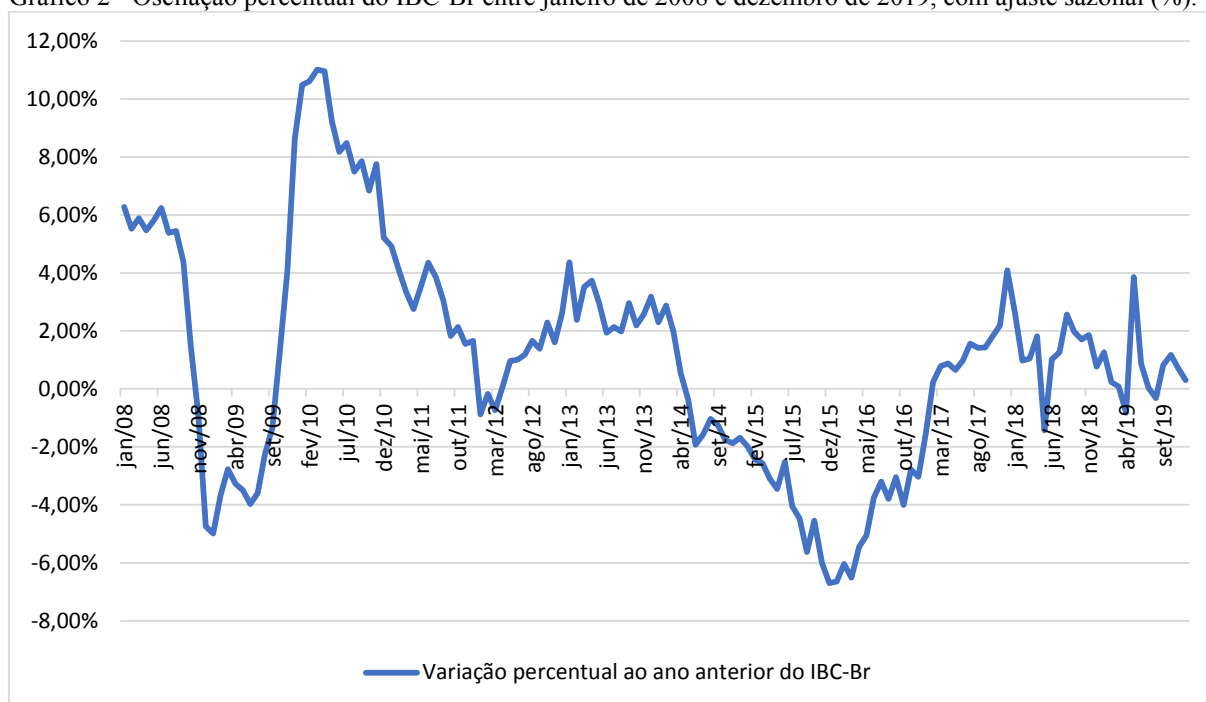
endogenamente perpetuadas. Por outro lado, momentos de retração ou estagnação, em que mais tribulações financeiras ocorrem, acarretam menor tolerância ao risco, além de uma redução nas expectativas, fazendo com que prevaleça um ambiente em que estruturas mais robustas, como as *hedge*, predominem (KINDLEBERGER, 2017).

Para que se possa corretamente inserir o indicador IBC-Br na taxonomia minskyana e determinar quais finanças predominam em cada momento, é preciso averiguar a taxa percentual de crescimento do mesmo em relação ao ano anterior, a fim de aferir os anos que apresentaram crescimento econômico, gerando maior tranquilidade financeira devido à apreciação de bens de capital e de outros ativos, ou desaceleração, provocando maior aversão ao risco. Assim, para o primeiro caso, finanças especulativas ou Ponzi se aplicam, a depender da magnitude da oscilação ascendente, ao passo que finanças *hedge* se encaixam no segundo cenário.

Desse modo, conforme o gráfico 2, os dois primeiros anos do período demonstram queda no nível de atividade econômica, considerando as incertezas do momento, o que remete a um contexto de finanças *hedge*. Entretanto, para 2010, há um salto de crescimento de 10% do IBC-Br em relação ao ano anterior, indicando uma retomada de confiança no mercado, de maneira que a magnitude da expansão pode ser encaixada em um ambiente propício para finanças Ponzi, pois os agentes, ao perceberem o forte crescimento, podem criar um sentimento de euforia. Para 2011 e 2012, as taxas de crescimento reduzem paulatinamente, retomando o contexto conservador do início desse ciclo, ao passo que em 2013 ocorre uma recuperação de cerca de 3% crescimento, que é mantida até a primeira metade de 2014, antes da eclosão da crise nacional, retomando o contexto especulativo.

Por outro lado, o período de 2014 a 2016 apresentou um cenário de dificuldades financeiras, com retrações no IBC-Br de -2%, -6% e -4% para os três anos do intervalo respectivamente, o que gerou maiores incertezas e pessimismo nos agentes, fazendo com que houvesse a perpetuação de um ambiente *hedge*. Nos três anos seguintes, é possível notar maiores trepidações de semestre a semestre, mas com 2017 finalizando com um crescimento de 4%, em relação ao ano anterior, enquanto 2018 apresentou uma desaceleração com o nível de 2%. Já em 2019, apesar de também atingir o crescimento de 4% em sua metade, em pouco tempo retraiu e terminou próximo a 0%. Com isso, 2017 remete a um contexto de finanças especulativas, ao passo que 2018 e 2019, por demonstrarem desaceleração em seu desfecho, evidencia predominância de um arcabouço *hedge*.

Gráfico 2 - Oscilação percentual do IBC-Br entre janeiro de 2008 e dezembro de 2019, com ajuste sazonal (%).



Fonte: BCB-Depec, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020);
Elaboração própria.

Em contraste com o momento econômico vivido antes de 2008, com o PIB impulsionado pelas relações com a China que apresentava uma crescente demanda por commodities, o período após a crise do *subprime* só não se mostrou mais conturbado graças à solidez do mercado doméstico e a políticas anticíclicas empregadas, com grande participação do BNDES, o que possibilitou a vigorosa recuperação entre 2009 e 2010 (CRUZ et al, 2012). Apesar disso, o processo de transição do desenvolvimentismo inconsistente a Nova Matriz Econômica (NME), que surgiu para combater a perda de dinamismo e competitividade industrial, bem como o desequilíbrio entre a taxa de crescimento da capacidade produtiva e da demanda agregada, não trouxe uma solução duradoura às pressões inflacionárias domésticas e a competitividade externa, o que pode ser percebido pela gradual desaceleração econômica de 2010 até 2014 (OREIRO, 2015).

Assim, a proposta de juros baixos e a política fiscal conciliadora com investimentos da NME, trouxe um crescimento exacerbado no nível de investimentos, mas que não apresentou reflexos plenos na produtividade total dos fatores, mas sim uma redução na capacidade de expansão da economia brasileira no período (BARBOSA FILHO, 2017). Essa gradativa queda no vigor econômico do país acabou fomentando a crise iniciada em 2014, causando deterioração das contas públicas e uma série de choques na relação entre oferta e demanda, ao mesmo tempo em que houve uma má gestão das políticas macroeconômicas, pois as

empregavam de forma errática, escolhendo entre combater a perda de competitividade externa via câmbio competitivo ou conter as pressões inflacionárias via taxa de juros (OREIRO, 2015).

Desse modo, as variações negativas entre 2014 e 2016 do IBC-Br indicam o momento crítico da recessão brasileira recente, em que agentes com estruturas especulativas ou Ponzi, quando surpreendidos pelas mudanças mercadológicas e financeiras do momento, podem ter sido expostos, tendo seus fluxos de caixa comprometidos. A gradual recuperação nos três anos seguintes, com variações positivas amenas, demonstram que o momento vivido na economia, sob a ótica da HIF de Minsky (1986), é de pós-crise, com os agentes lentamente reestruturando seus balanços, mas ainda incapazes de sustentar um novo ciclo de expansão, em especial devido a redução de investimentos públicos desde o governo Temer e, mais recentemente, o de Bolsonaro, conforme aponta Oreiro (2019).

Apesar da diversidade de momentos de alta e de baixa ao longo desse período, Marcato (2014) explica que a HIF considera economias que alternem entre ciclos de estabilidade e de turbulência, sendo que essas mudanças são endógenas ao sistema capitalista, podendo ocorrer bolhas especulativas, inflações ou deflações. Ademais, após o surgimento de uma dessas ocorrências, é esperado o emprego de restrições para trazer de volta a estabilidade, podendo elas surgirem via intervenções políticas, como foi o caso brasileiro, haja vista a PEC do teto de gastos, ou até mesmo através de uma auto-organização dos mercados. A partir daí, é esperado uma atividade econômica reduzida, até chegar o momento em que um novo ciclo de expansão seja possível, fomentado pelos próprios interesses de lucro dos agentes.

Por outro lado, conforme Barbosa Filho (2017), a implementação do teto de gastos no governo Temer apaziguou as expectativas negativas dos agentes, pelo menos no curto-prazo, pois projetou uma política de geração de superávits primários para estabilização da dívida doméstica, entretanto, a virada a políticas ortodoxo-liberais, com menor presença do Estado no contexto econômico brasileiro, pode resultar em crescimentos amenos, que não refletem um verdadeiro ciclo de expansão (OREIRO, 2019). Contudo, para aferir o real ciclo econômico brasileiro entre 2008 e 2019, ainda é preciso verificar outros indicadores.

3.3.Taxa Selic real

A taxa Selic real, obtida através da subtração da taxa de juros nominal pelo IPCA, indica a verdadeira remuneração por dinheiro, pois desconta a depreciação do poder de

compra em um determinado momento (REIS, 2018), bem como o custo para obtenção de financiamento externo. Esse indicador é subdividido em duas partes: a taxa Selic Meta, calculada pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM) e a taxa Selic Over, definida diariamente. A primeira corresponde ao valor que o governo paga quando toma dinheiro emprestado, processo possibilitado pela emissão de títulos públicos, atuando como a balizadora das taxas de juros praticadas em todo Brasil. A segunda, por sua vez, é empregada no mercado interbancário para o financiamento de operações de curtíssima duração, que são lastreadas em títulos públicos federais. Esse procedimento, conhecido como overnight, ocorre porque os bancos precisam equilibrar a quantidade de dinheiro que possuem ao final do dia para cumprirem os depósitos diários obrigatórios demandados pela autoridade monetária do país. Para esse fim, as instituições financeiras fazem empréstimos entre si, de modo que o Bacen, por colocar títulos públicos como garantia no mercado interbancários, reduz o risco e os juros desse processo, pois possibilita que a Selic Over ande em conjunto com a Selic Meta (REIS, 2017).

O gráfico 3, elaborado por meio de um cálculo aproximado, apresenta a taxa Selic real entre 2008 e 2019, evidenciando assim os estágios mais viáveis para a aquisição de crédito ou aplicação de capital ao longo do período. Assim, a taxa de juros básica atua como um mecanismo de estímulo ou desincentivo econômico, a depender do desempenho produtivo vigente do país: momentos de retração apelam para juros menores, enquanto expansão acarreta a movimentação oposta.

Gráfico 3 - Taxa Selic Real (%)



Fonte: BCB-Demab e IBGE, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020);
Elaboração própria.

Conforme aponta Lima (2013), o fato da crise do *subprime* ter atingido o Brasil em um contexto de alta, tendo em vista o *boom* das commodities, havia uma demanda substantiva de investimentos a ser atendida, fazendo com que o crédito fosse essencial. Entretanto, o setor bancário quando em face dessas turbulências advindas do exterior, retraiu a oferta de financiamentos e, conseqüentemente, o ritmo de atividade econômica, fazendo com que houvesse um aumento na taxa de juros principalmente na segunda metade de 2008.

Os efeitos da crise do *subprime* no Brasil foram realmente sentidos em 2009, tendo em vista a retração do IBC-Br. Portanto, pode-se entender que a queda na taxa de juros nesse ano é um indicador de que a produção no país operou em uma capacidade menor do que seu potencial, demonstrando que a demanda estava relativamente mais fraca, o que acarreta pressões inflacionárias reduzidas em contraste a um momento de expansão econômica, em que há maior dinamismo de mercado, com uma relação de oferta e demanda aquecida. Desse modo, quando o PIB está menor do que seu potencial, é aberto um espaço natural para cortes na taxa Selic devido a uma demanda retraída que traz a tona um processo de deflação, o que é chamado de hiato recessivo (REIS, 2018).

Por causa disso, o governo busca estimular a economia via políticas expansionistas para reacender a demanda e a produção, assim como foi feito com as medidas anticíclicas empregadas para combater a crise do *subprime* (LIMA, 2013). Com isso, para entender a real

natureza das oscilações nos juros, é preciso observar os níveis de produção, tendo em vista que não apenas 2009, mas também os períodos de 2011 a 2013 e de 2017 a 2019, apresentam baixas na Selic real, podendo ser resultado de um processo de desaceleração na atividade econômica, conforme o IBC-Br apresenta em alguns momentos.

Ademais, o desestímulo industrial formado entre 2008 e 2011, devido à perda de competitividade por causa de fatores como a apreciação da taxa real de câmbio, resultou numa retração na formação bruta de capital fixo, fazendo com que o vínculo existente entre políticas monetária e fiscal expansionistas nesse período criasse uma movimentação de aceleração da taxa de inflação, atingindo 6,73% ao ano acumulado em 12 meses em 2011 (OREIRO, 2015, p. 14-15). Por causa desse processo iniciado em 2009, a taxa Selic precisou ser elevada em 2010, justamente para a apreciação de bens e serviços.

Nos anos seguintes, com a NME em vigência, sua pauta de redução da taxa de juros começou a ser empregada a partir de 2011. Entretanto, entre 2012 e 2013, houve uma movimentação de alta da inflação, ao passo que o governo manteve a política de redução da Selic, conforme aponta Barbosa Filho (2017), o que trouxe impactos à credibilidade do Banco Central e elevou o custo de controle inflacionário. Em conjunto, o processo de intervenção nos preços nos setores energético, em especial sobre a Petrobras, e elétrico fez com que suas principais empresas precisassem, por diversas vezes bancar a diferença entre o custo e o preço da energia. Isso durou até 2015, ano em que o controle de preços foi desobrigado, trazendo mais um choque inflacionário devido aos reajustes que as firmas precisaram fazer, forçando o Banco Central a elevar os juros novamente. Com esses desdobramentos, o risco país se elevou, haja vista a crise de sustentabilidade da dívida pública do país, que aumentou os juros e a incerteza entre 2015 e 2017, trazendo contrações nos investimentos e no consumo (BARBOSA FILHO, 2017).

A PEC do teto e a reforma da previdência em pauta entre 2016 e 2017 auxiliaram a acalmar os ânimos do mercado, reduzindo o risco país e neutralizando a taxa de juros neutra do Brasil, que é ponto de equilíbrio entre estímulo econômico e controle inflacionário (BARBOSA FILHO, 2017). Por outro lado, para Oreiro (2019), a sustentação de uma taxa Selic acima do juro neutro da economia a partir de 2017, em um contexto contracionista da política fiscal e financeira, influenciou a economia a ter uma recuperação lenta com tendência à estagnação.

Do ponto de vista de minskyano, momentos de queda nos juros são mais propícios para finanças especulativas e Ponzi, pois geram condições favoráveis para a obtenção de

crédito e financiamento de dívidas, se encaixando nos fluxos de caixa dos agentes, além de operarem como um estimulante econômico, enquanto uma oscilação ascendente desestimularia esse tipo de estrutura, gerando um ambiente mais compatível com finanças *hedge* (MARCATO, 2014). Assim, analisando a taxa Selic real em conjunto com a oscilação do IBC-Br, as quedas em 2012 e 2013 condizem com uma elevação no nível de atividade econômica, representando a formação de um ambiente especulativo para esses dois anos. As quedas dos juros em 2009 por outro lado, condizem com a redução no nível de atividade econômica, por isso essa diminuição ocorre devido a uma menor pressão inflacionária que abre espaço para esse processo, o que também pode ser percebido em 2018 e 2019, pois o IBC-Br varia de 0% a 2% nesses anos, configurando a taxonomia *hedge* para o ambiente econômico desses anos. No que se refere aos outros anos, a combinação de elevação do IBC-Br e queda na Selic real não se replica, sendo notada apenas em 2012 e 2013 e, por isso, a nomenclatura *hedge* predomina ao longo desse período.

3.4. Hiato do produto

O hiato do produto, calculado pelo Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (Ipea), representa a diferença percentual entre o PIB e o produto potencial, indicando o grau de ociosidade ou aquecimento econômico do país. O produto potencial, por sua vez, é entendido como “a capacidade de produção de bens e serviços na economia em níveis que não geram pressões inflacionárias” (SOUZA JUNIOR et al, 2013, p. 7). Desse modo, aquecimentos produtivos (acima do potencial) podem ser causados por aumentos na demanda, gerando efeitos inflacionários, enquanto arrefecimentos podem ser resultado do movimento inverso: quedas na demanda, com viés deflacionário, ou choque negativo de oferta, que poderia acelerar a apreciação de produtos e serviços (SOUZA JUNIOR et al, 2013).

Corroborando com o IBC-Br e a taxa Selic real, o gráfico 4 representa o hiato do produto, demonstrando a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial do país, sendo que valores positivos indicam um superaquecimento produtivo, enquanto negativos denotam uma economia enfraquecida, abaixo da capacidade total.

Gráfico 4 - Hiato do Produto no Brasil entre o primeiro trimestre de 2008 e o terceiro de 2019.



Fonte: Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (2020); Elaboração própria.

Percebe-se que a crise do *subprime* provocou uma forte queda produtiva, mas que foi retomada até o final de 2009 graças às medidas anticíclicas tomadas pelo governo Lula, que envolviam expansão da liquidez em conjunto com políticas de estímulo (CRUZ et al, 2013). O aquecimento produtivo dos anos 2010 e 2011 foram possibilitados, em um primeiro momento, devido às essas medidas, mas foram sustentados pela característica *wage-led* do desenvolvimentismo inconsistente, sendo que a principal força motriz dessa política foi o fortalecimento do mercado interno por meio da elevação e redistribuição da renda e do aumento de gastos sociais pelo governo, que acarretou em mais consumo e, como consequência, maior nível de investimentos. Nesse processo, tendo em vista as políticas expansionistas, o custo unitário do trabalho aumentou mais rápido do que a capacidade que esse modelo conseguia sustentar, gerando maiores pressões inflacionárias, em conjunto com uma apreciação da taxa real de câmbio, que enfraqueceu a presença externa brasileira (OREIRO, 2015).

Desse modo, haja vista o dilema entre competitividade externa e inflação estável que o desenvolvimentismo inconsistente trouxe, a NME por ficar dividida entre focar na inflação ou na taxa de câmbio, não conseguiu eliminar os efeitos negativos da competitividade da indústria (OREIRO, 2015). Essa política errática conseguiu sustentar o hiato do produto até certo ponto, mas acabou se esgotando em 2014, principalmente devido ao endividamento do

governo, que vinha empregando uma abordagem fiscal expansionista desde 2008, o que afetou o nível de investimentos nos anos seguintes (BARBOSA FILHO, 2017).

Na virada para 2015, a crise da dívida se consolida, e as reduções no consumo e nos investimentos são refletidos no hiato do produto (BARBOSA FILHO, 2017), alcançando uma baixa de quase 6% negativos que condizem com um país em recessão, sendo que apesar de haver indícios de recuperação a partir de 2017, os resultados demonstrados ainda estão muito aquém de uma economia fortalecida, existindo, também, certa morosidade na retomada desse indicador. Conforme elabora Oreiro (2019), a permanência de políticas monetária e fiscal contracionistas de 2016 em diante possibilita uma recuperação lenta que pode levar a estagnação, sendo possível perceber o excesso de capacidade ociosa a partir desse ano. Ademais, para esse autor, o Brasil passa a ter um problema com a demanda agregada, determinado pelo comando da iniciativa privada no contexto econômico brasileiro, bem como a ausência de políticas voltadas à evolução da demanda nos governos Temer e Bolsonaro. Desse modo, pela análise do hiato do produto dos últimos cinco anos, o Brasil ainda não está num ciclo de expansão econômica plena, sendo que esse processo, em conjunto com quedas no nível de investimento e com depreciação de capital, afeta ainda mais o hiato, pois o produto potencial acabaria sendo reduzido.

Retomando o pensamento de Minsky (1986), momentos de bonança econômica contam com maior emprego de bens de capital, passando por um período de tranquilidade financeira. Nesse sentido, um hiato do produto aquecido indicaria um momento de expansão, enquanto um arrefecimento produtivo seria característico de desaquecimento econômico. Para tanto, seguindo a taxonomia proposta pelo economista, baixas na taxa Selic em épocas de elevação produtiva, apontam para a formação de estruturas especulativas, sendo que fases de alta produção e de forte redução dos juros podem ser vistos como uma transição de finanças especulativas para Ponzi, pois os agentes teriam maior acesso à crédito em um momento em que já atingem o potencial produtivo que possuem. Por outro lado, capacidades produtivas enfraquecidas apontam para a predominância de finanças *hedge*, na medida em que altas na taxa de juros em estágios de elevada produção também representam finanças *hedge*, pois condizem com políticas de desestímulo e controle inflacionário.

Desse modo, em 2009 e de 2017 a 2019, é possível perceber uma disparidade entre o produto potencial e o produto efetivo em conjunto com uma política de estímulo econômico via redução na taxa de juros, o que informa a predominância de finanças *hedge*. O mesmo pode ser entendido pelos anos de 2008, 2010 e 2014, que apresentam um hiato aquecido, ao

mesmo tempo em que se mantém as taxas de juros elevadas. No que se refere a 2015 e 2016, houve baixa produção e alta taxa de juros, indicando também uma conjuntura *hedge*, ao passo que para os anos entre 2011 e 2013, percebe-se a formação de um contexto especulativo, tendo em vista a queda da taxa de juros ao mesmo tempo em que se havia um nível produtivo próximo ao limite. É válido lembrar que é esperado que o período após uma recessão seja marcado por baixos níveis de atividade econômica, existindo movimentos de busca pela retomada do crescimento da estabilidade, via instituições e pelos próprios interesses dos agentes (MARCATO, 2014).

3.5. Taxa de desocupação

A taxa de desocupação, indicada pelo gráfico 5, é calculada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e representa a porcentagem de pessoas que fazem parte da população em idade de trabalhar (14 anos ou mais) no Brasil, mas que estão desocupadas e procuram por trabalho (IBGE, 2020). O gráfico aborda o período de 2012 a 2019, e complementa os indicadores sobre o nível de atividade econômica apresentados anteriormente, bem como a taxa Selic real. Conforme Minsky (1986) explica, momentos de expansão econômica contam com agentes otimistas com o cenário em vigência, tendo em vista fatores como uma boa empregabilidade, alta produtividade, aumento nos investimentos e maior disponibilidade de crédito.

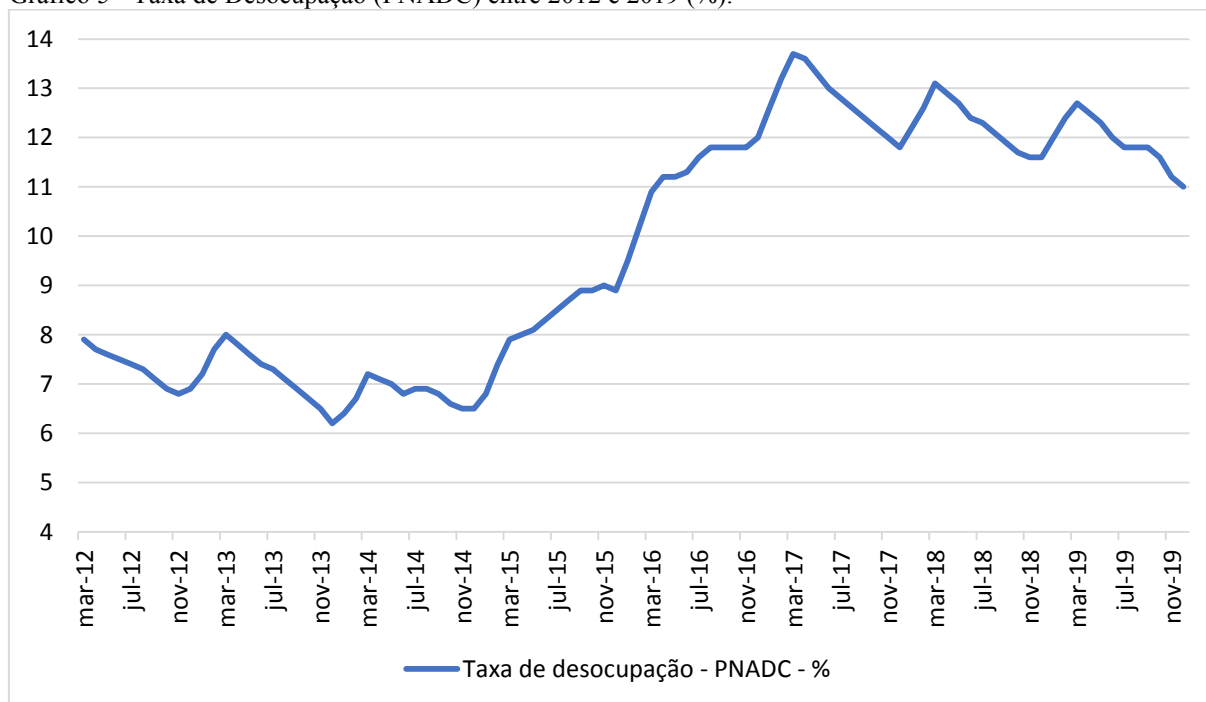
Entende-se que aumentos nos níveis de desemprego decorrem de economias desaquecidas, pois não possuem capacidade de absorção do excedente de mão-de-obra assalariada. Entretanto, os níveis de desocupação alcançaram baixas históricas entre 2007 e 2012, sobretudo a partir da implementação da política do tripé macroeconômico flexibilizado e do desenvolvimentismo inconsistente, que trouxeram maior investimento público, gastos sociais e mecanismos de aumento e redistribuição de renda (OREIRO, 2015). Entretanto, tendo em vista a política fiscal expansionista dos últimos anos, a deterioração das contas públicas se mostrou evidente a partir de 2014, acarretando crescimento no nível de desocupação, conforme o gráfico 5 demonstra, devido a problemas com a sustentabilidade da dívida e aumento do risco-país (BARBOSA FILHO, 2017).

Nesse sentido, para se compreender o posicionamento desse indicador na nomenclatura de Minsky (1986), fases de ascendência do índice de desocupação, em conjunto com quedas no hiato do produto, apontam para a predominância de finanças *hedge*, na medida em que aquecimento produtivo e quedas no desemprego demonstram maior formação de finanças especulativas. É válido ressaltar que, para o autor o capitalismo é inerentemente

falho, pois alterna entre ciclos de alta e de baixa, gerando desigualdades e instabilidade ao longo de seu funcionamento, fazendo com que o medo do desemprego sempre esteja à espreita, por outro lado, essas tribulações, apesar de recorrentes, nunca impediram o funcionamento do sistema em si (MINSKY, 1986).

Além disso, Minsky (1986) reafirma que a principal estratégia vigente em muitas economias para o pleno emprego são os subsídios para demanda, o que acarreta inflação crônica e *booms* periódicos de investimento que levam a crises e a instabilidade financeira, o que corrobora com o caso brasileiro, haja vista o modelo social-desenvolvimentista, presente sobretudo em meados do segundo governo Lula, e a NME. Para ele, é preciso uma política que desenvolve o pleno emprego sem levar a essas consequências negativas, envolvendo o governo a criar uma demanda infinitamente elástica para o trabalho com uma base salarial mínima que não dependa de expectativas de lucros dos agentes. Para esse fim, o autor elenca quatro aspectos de mercado e trabalho, sendo i) o desenvolvimento de instituições públicas ou privadas que fornecem empregos a uma base salarial não-inflacionária; ii) a modificação da estrutura de transferência de pagamentos; iii) a remoção de barreiras para a participação da força de trabalho no mercado; iv) introdução de medidas que restringem custos de trabalho e salários em dinheiro (MINSKY, 1986, p. 343-344).

Gráfico 5 - Taxa de Desocupação (PNADC) entre 2012 e 2019 (%).



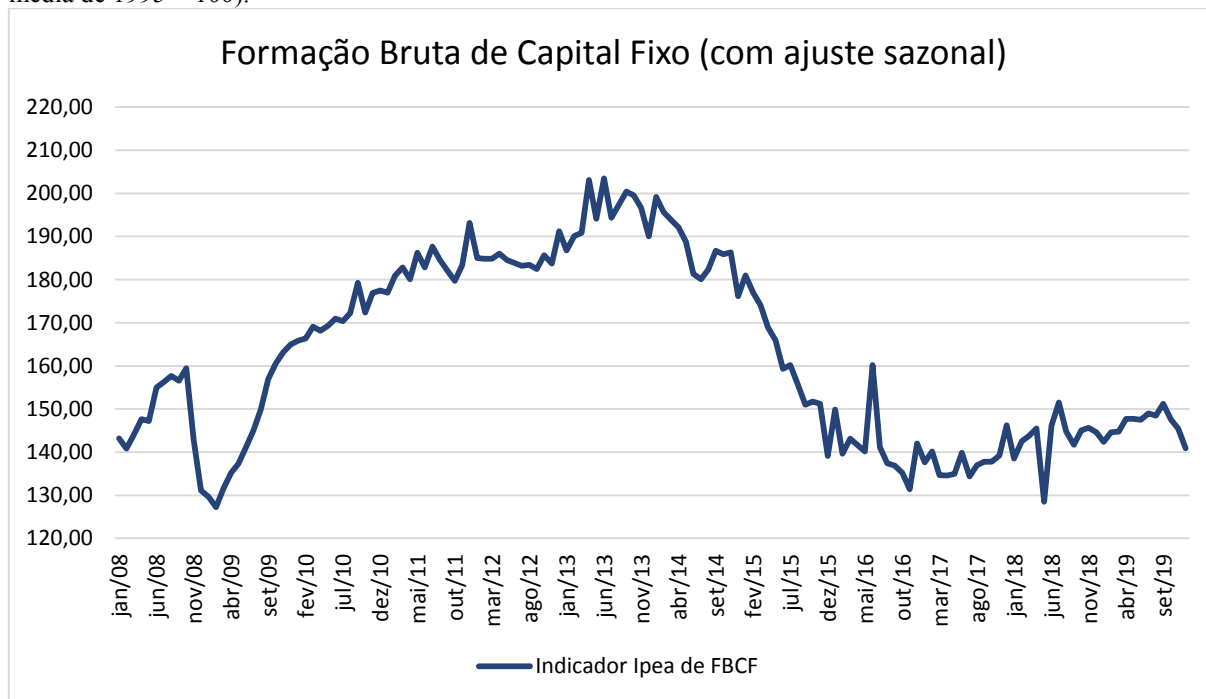
Fonte: IBGE, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020); Elaboração própria.

Conforme Oreiro (2015) a baixa histórica no nível de desemprego entre 2008 e 2012 coincide com hiato positivo, com exceção do ano de 2009, perpetuando uma conjuntura especulativa. Partindo para o estudo do gráfico, os anos de 2012 a 2014, em que a taxa de desocupação oscilou entre 6 e 8%, também acontecem em estágios de aquecimento, com a taxonomia especulativa prevalecendo nesse contexto. Entretanto, a partir de 2015 até o último ano do período, o desemprego passou a aumentar rapidamente, atingindo quase 14% ao final de 2016, e se mantendo a 11% ao final de 2019. Assim, fica claro o contexto de retração econômica, haja vista o simultâneo arrefecimento produtivo com os cinco últimos anos da série em questão, apontando para a retomada de finanças *hedge*. É válido lembrar que a mudança de postura do governo a partir de 2016 auxilia no agravamento desse quadro, pois políticas como o teto de gastos acabam limitando os investimentos públicos, prejudicando o aumento de empregos no Brasil.

3.6. Formação bruta de capital fixo (FBCF – IPEA)

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é um indicador calculado trimestralmente pelo Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (IPEA) e aponta a capacidade de produção no país por meio da análise do nível de aquisição de bens de capital pelas empresas e pelo governo. É um dado relevante para esse estudo, pois demonstra a confiança dos agentes em relação aos prognósticos econômicos futuros e a evolução da capacidade produtiva do Brasil (WOLFFENBÜTTEL, 2004).

Gráfico 6 - Formação Bruta de Capital Fixo com ajuste sazonal entre janeiro de 2008 e dezembro de 2019 (base: média de 1995 = 100).



Fonte: Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (2020); Elaboração própria.

O Gráfico 6 representa a oscilação do indicador Ipea de FBCF, que afere o nível de bens de capital das empresas, considerando elementos como a aquisição de máquinas e equipamentos e materiais para a construção civil (WOLFFENBÜTTEL, 2004). É possível perceber, com clareza, os diferentes momentos econômicos do Brasil da última década, possibilitando comparações que permitem uma compreensão mais profunda da situação brasileira atual.

A FBCF se manteve nos patamares mais altos entre os anos de 2009 e 2014, tendo forte evolução logo após a crise do *subprime*. Contudo, a partir de 2015, a formação de capital fixo começa a regredir gradativamente, se mantendo relativamente estável nos quatro anos seguintes, mas sem avanços pertinentes. O ápice desse indicador nos anos recentes ocorreu em 2013, época em que a Nova Matriz Econômica estava em vigência, proporcionando uma menor taxa de juros e subsídios para incentivar o investimento doméstico. (OREIRO, 2015).

Desse modo, de acordo com Oreiro (2015), tendo em vista o cenário de perda de competitividade da indústria brasileira a partir de 2008 com o desenvolvimentismo inconsistente associado a valorização da taxa real do câmbio, a formação bruta de capital fixo ficou ameaçada em 2009, provocando uma desaceleração do crescimento desse indicador, sendo que as políticas expansionistas empregadas para reversão desse contexto geraram pressões inflacionárias que fizeram a taxa Selic ser elevada. Desse modo, o governo Dilma

buscou uma solução com a implementação da NME, por meio da busca por juros baixos, câmbio competitivo e política fiscal favorável aos investimentos públicos, possibilitando a manutenção dos investimentos até o final de 2014. Entretanto, com a deterioração das contas públicas, a capacidade de investimento do governo se esgotou (BARBOSA FILHO, 2017), levando às quedas na FBCF registradas a partir de 2015, sendo que a partir de 2016, Oreiro (2019) entende que a recuperação no nível de investimentos têm sido muito lenta, ficando praticamente estagnada, o que em conjunto com o aumento da taxa de desocupação, a recuperação e o início de um novo ciclo de crescimento se torna ainda mais difícil.

Assim, tomando como base o pensamento de Minsky (1986), a decisão de investimento é influenciada, em primeiro lugar, pela expectativa de retorno futuro do bem de capital e, em segundo lugar, pelo financiamento necessário para executar o investimento. Como critério de análise do indicador FBCF para inserção na taxonomia minskyana, momentos que contam com baixas na taxa Selic em fases de elevado investimento e hiato do produto aquecido serão lidos como finanças especulativas ou Ponzi, a depender da magnitude da movimentação, enquanto movimentações de alta nos juros, como políticas de desaceleração (com hiato e investimentos altos), ou quedas na Selic como políticas de aceleração (hiato e FBCF enfraquecidos) serão vistos como finanças *hedge*.

Nesse sentido, a alta dos juros em 2008, com uma política de desestímulo, fez com que o nível de investimentos reduzisse, afetando, conseqüentemente a produção efetiva no país e formando um contexto de finanças *hedge* para esse ano. Em 2009, a alta em investimentos veio em um momento de arrefecimento na produção, replicando a taxonomia do ano anterior, sendo que a queda na Selic que fomentou esse processo também possibilitou um salto do hiato em 2010, com os juros precisando ser elevados para controle inflacionário. De 2011 até 2013, devido a um hiato já superaquecido nesse período, a queda de juros nesse intervalo estimula a FBCF e gera um contexto de finanças especulativas, ao passo que, com a chegada da crise brasileira entre 2014 e 2016, para que a economia fosse recomposta, foi necessário elevar os juros e reduzir o grau de investimentos e produtividade, fazendo com que o comportamento *hedge* fosse restaurado. O hiato negativo nos três últimos anos do período consolida essa mesma taxonomia para o indicador de FBCF.

A falta de uma expansão saudável e consistente em investimentos nos últimos cinco anos do período em estudo sugere que, nessa área, o Brasil está com uma postura relativamente estagnada, reflexo de políticas reformistas e de uma menor presença do Estado nos investimentos, haja vista medidas como o teto de gastos. Além disso, o volume reduzido

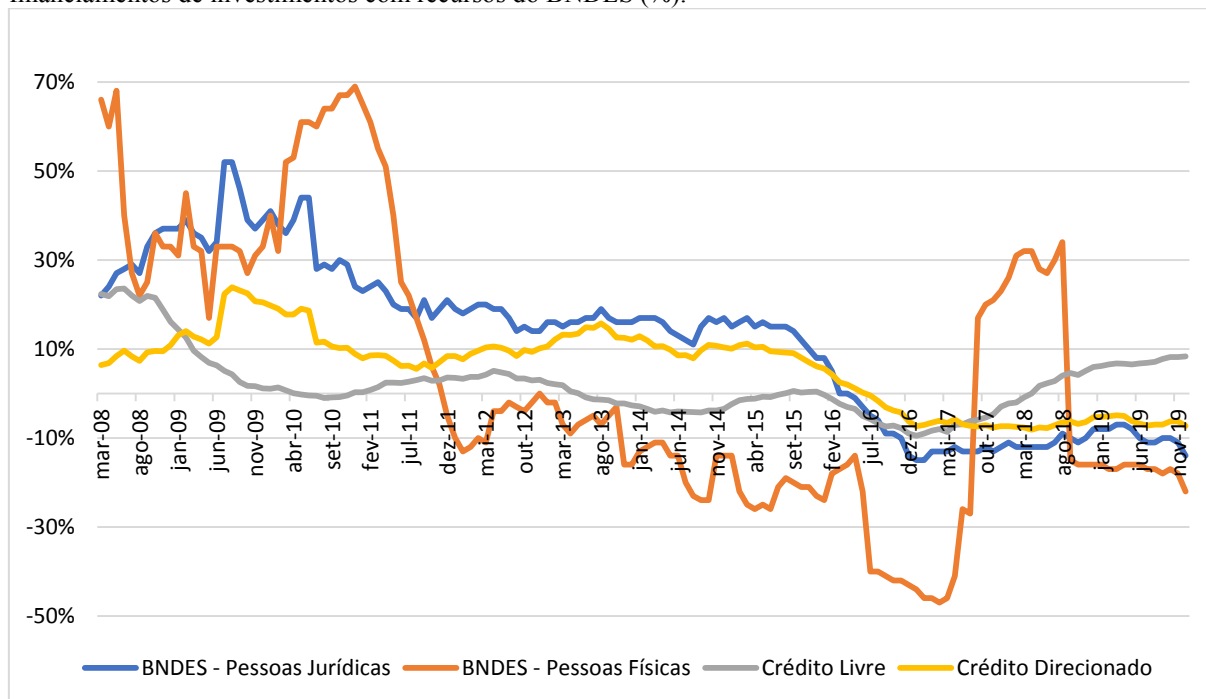
na formação de capital, se comparado com o período entre 2010 e 2014, demonstra estruturas financeiras mais avessas ao risco, indicando que, para esse indicador, o momento econômico ainda é de retração.

3.7.O fornecimento de crédito e o spread bancário

De acordo com o glossário de estatísticas monetárias e de crédito do Bacen (2020), o saldo de uma carteira de crédito indica o somatório do saldo devedor dos contratos de crédito no final do mês, englobando as concessões mais recentes e a acomodação de juros *pró-rata* dos procedimentos de empréstimos e financiamentos. Com isso, o crédito livre corresponde a contratos que tiveram as taxas de juros livremente concordadas entre instituições financeiras e os recebedores, enquanto o direcionado são operações regulamentadas pela Conselho Monetário Nacional (CMN) ou atreladas a capital orçamentado para a produção e investimentos em diversos setores da economia. Ademais, o saldo das carteiras de crédito livre e direcionado em relação ao PIB demonstra a proporção entre esses indicadores, clarificando a verdadeira participação de financiamentos e empréstimos desses tipos na atividade econômica do país. Esses dados são calculados pelo Bacen, assim como os financiamentos de investimentos com recursos do BNDES, que apresenta o montante de capital destinado a essa finalidade (BACEN, 2020).

O crédito é um fator central para HIF de Minsky (1986), pois atua como um elemento que possibilita a maximização de lucros, por meio de mecanismos como a alavancagem, além de viabilizar o financiamento de investimentos e de dívidas, recurso este que tende a ser exacerbado em economias que possibilitam a criação de inovações financeiras, como o Brasil, principalmente em períodos prolongados de crescimento econômico. Assim, o gráfico 7 demonstra a variação ao ano anterior do saldo das carteiras de crédito com recursos livres e direcionados em relação ao PIB, bem como a taxa de crescimento de financiamentos de investimentos com recursos do BNDES para pessoas físicas e jurídicas, visando entender se houve crescimento no nível de financiamentos em geral entre 2008 e 2019.

Gráfico 7 - Taxa de crescimento dos saldos das carteiras de crédito livre e direcionado (em relação ao PIB) e dos financiamentos de investimentos com recursos do BNDES (%).



Fonte: BCB-DSTAT, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020); Elaboração própria.

Inicialmente, nota-se que o ano de 2008 contava com uma oferta de crédito com recursos livres em alta até sofrer uma vertiginosa queda em 2009. Nos anos subsequentes, não houveram oscilações fortes, sendo que seu crescimento máximo foi de 5% entre 2009 e 2015. Essa situação passou a mudar na virada para 2016, momento em que se começa um *credit crunch* mais acentuado (OREIRO, 2019), que alcança uma redução de -10% nesse tipo de operação de crédito. Um pequeno sinal de melhora começa a partir de meados de 2017, quando aumentos voltam a ocorrer, alcançando o patamar de 10% no final de 2019, o que demonstra maior confiança de agentes no setor bancário.

Por outro lado, as operações de crédito com recursos direcionados se comportaram de maneira diferente no início do período analisado, com um leve crescimento em 2008, que se manteve no ano seguinte, alcançando o patamar de cerca de 23%. Ademais, 2010 termina com baixas, regredindo à casa de 10%, sendo que nos quatro anos seguintes essa série oscilaria entre 5 e 10%. No entanto, diferente das operações com recursos livres, o *credit crunch* de 2015 seria ainda mais pesado para os recursos direcionados, pois decaiu 15 pontos percentuais até 2016, e se manteve nesse nível, com baixas oscilações, até o final de 2019.

Como Oreiro (2015) explica, os aumentos no crédito direcionado e do BNDES entre 2008 e 2011 coincidem com as medidas anticíclicas tomadas contra a crise do *subprime* e a implementação do desenvolvimentismo inconsistente, em que a política fiscal expansionista

possibilitou aumentos no fornecimento de crédito para expandir o produto real via elevações nos gastos por consumo, pois acarretariam em mais investimentos por parte dos empresários, haja vista o círculo virtuoso descrito por Bastos (2012). Por sua vez, a NME, efetivada em 2011, buscou combinar investimento público com uma taxa de juros menor e uma política fiscal conciliadora, o que possibilitou a manutenção de financiamentos direcionados e do BNDES para pessoas jurídicas.

Lacerda (2017) explica que com a deterioração das contas públicas a partir de 2014, iniciou-se um processo de contenção de gastos e despesas do setor público, que reduziu o nível de investimentos advindos do governo, corroborando com a queda na série de FBCF. Nesse processo, a política monetária empregada acabou restringindo o crédito, desaquecendo o nível de atividade econômica, tendo em vista a elevação da taxa Selic real. Além disso, para Gala (2019), o *credit crunch* a partir de 2015 se relaciona com o aumento do endividamento das famílias e das firmas em conjunto com um choque da taxa de juros, o que trouxe um *balance sheet recession*, em que o processo de desalavancagem desses agentes gerou queda na atividade econômica e da demanda agregada.

Assim, pelo ângulo do BNDES, a taxa de crescimento do financiamento de investimentos para pessoas físicas e jurídicas com recursos dessa instituição apresenta uma gradual redução do início para o final do período, sugerindo a existência de uma oferta e demanda menores por passivos para capitalização de investimentos. É válido ressaltar que, apesar de esporádicos aumentos em ambas as séries entre 2009 e 2011 e entre 2017 e 2018 (para pessoas jurídicas apenas), não houve uma expansão sustentada, o que culminou em um nível ao redor de -10% em 2019 para os dois indicadores. No que se refere à oscilação entre 2017 e 2018, Oreiro (2019) aponta que mudanças operacionais na oferta de crédito via essa instituição, especialmente as referentes à devolução de recursos ao Tesouro, auxiliou para as quedas ocorridas no ano seguinte.

Para envolver a nomenclatura proposta por Minsky (1986), é preciso relacionar a oferta de crédito com a taxa de juros e a FBCF. Como aponta o economista, estruturas alavancadas e especulativas nascem em um contexto de alta oferta e acessibilidade de financiamentos externos, de crescimento no nível de aquisição de bens de capital e de quedas na taxa de juros, sendo que Kindleberger (2017) exemplifica essas relações em sua obra. Assim, para predominância de finanças especulativas ou Ponzi, devem existir reduções na taxa de juros, bem como aumentos no saldo das carteiras de crédito e na FBCF, ao passo que

políticas de estímulo ou desaceleração via manipulação da Selic devem ser entendidos como *hedge*.

Com isso, para o crédito direcionado, é possível notar que essas condições são cumpridas nos anos de 2009 e de 2011 a 2013, sendo que no primeiro identifica-se a formação de finanças Ponzi, tendo em vista o súbito aumento dessa linha de crédito e de investimentos graças à iniciativa de aumento de linhas de crédito pelos bancos públicos como medida anticíclica, e no segundo momento a predominância de finanças especulativas, em que houve a manutenção do crescimento de FBCF, em conjunto com um início de reduções na Selic e de aumentos nessa linha direcionada de financiamento até meados de 2013, possibilitada pela implementação da NME (OREIRO, 2015). Entrando no ano de 2014, a oferta desse tipo crédito e de FBCF se mantiveram em patamares relativamente iguais ao ano anterior, fazendo com que a taxa de juros precisasse ser elevada para conter a formação fragilidades financeiras, haja vista a deterioração das contas públicas (BARBOSA FILHO, 2017), dando entrada a uma política de desaceleração e instaurando uma conjuntura propícia para finanças *hedge*, assim como em 2008, 2010, 2015 e 2016. Nos três anos seguintes, apesar da política de estímulo por meio da Selic, como não houve aumentos substantivos nos investimentos e no saldo de crédito direcionado, o contexto de estruturas *hedge* se perpetua, principalmente por causa do processo de desalavancagem dos agentes (GALA, 2019).

No que se refere ao crédito livre, os critérios foram atendidos em 2011 e 2012, indicando também a hegemonia de finanças especulativas. A partir de 2017, não fosse a estagnação da FBCF, essa mesma taxonomia também seria atribuída, pois foi um momento em que a taxa Selic passou por fortes reduções para estímulo econômico, possibilitado por um hiato produtivo em aberto. Com isso, para esses três últimos anos e para o período de 2008 a 2010 e o ano de 2013, que contaram com quedas nessa linha de financiamento, existe a predominância de finanças *hedge*. As baixas em FBCF entre 2014 e 2016, associada à alta nos juros, replica essa mesma taxonomia. A discrepância dessa linha de crédito, que possibilita que instituições financeiras tenham autonomia sobre a destinação dos recursos e definição das taxas de juros pactuadas, em relação ao direcionado e as do BNDES, que por sua vez são reguladas pela Comissão Monetária Nacional (CMN) e atreladas a recursos orçamentários, comumente destinadas ao financiamento da produção e do investimento (BACEN, 2020), ressalta que o principal estímulo creditício veio do setor público, conforme aponta Oreiro (2015), colocando em dúvida se o segmento privado teria capacidade de sustentar um novo ciclo de crescimento.

Analisando as séries do BNDES, que apontam o crescimento de financiamentos para investimentos, os mesmos critérios se aplicam. Desse modo, para o dado referente às pessoas jurídicas, nota-se que o ano de 2008 inicia com aumentos nesse indicador, mas que ocorreram com elevação na taxa de juros, denotando a taxonomia *hedge* para esse primeiro momento. Entretanto, em 2009 instaura-se a nomenclatura Ponzi, dado o salto desse tipo de financiamento em conjunto com ascensão dos investimentos e queda na taxa de juros. Em um movimento de reversão, a partir de 2010 os financiamentos para pessoas jurídicas investirem começam a regredir, tendência que se mantém até 2016, mesmo com altas na formação de capital fixo e quedas na taxa de juros nesse período. Esse processo pode ser um indicativo da dificuldade do governo em sustentar uma política fiscal expansionista ao mesmo tempo em que combate as pressões inflacionárias e busca recuperar a competitividade externa. De 2017 em diante, percebe-se que a queda parou, mas esse indicador se manteve estagnado na casa de -10%, o que indica que, para todo esse período, a conjuntura *hedge* predominou, mesmo com políticas de estímulo econômico.

No que se refere aos financiamentos para pessoas físicas, é perceptível a tendência de queda, mas houve elevações pontuais em alguns momentos. A primeira delas ocorre em 2010 e se mantém até o primeiro trimestre de 2011, janela temporal que coincide com uma elevação na taxa de juros. Entre 2012 e 2016, a baixa se consolida, apesar de elevação na FBCF e momentos de estímulo econômico via Selic, ao passo que em 2017 e 2018, uma elevação abrupta de crédito para pessoas físicas ocorre, coincidindo com baixa taxa de juros, mas com fraca reação da FBCF. Entre este último ano e 2019, o contexto de retração desse indicador retoma, mesmo com uma Selic real menor que 1%. Tendo em vista o relacionamento dessas séries ao longo do período, compreende-se que em toda a extensão finanças *hedge* tiveram hegemonia.

Apesar do crédito ser um mecanismo que infecta o sistema capitalista endogenamente nos momentos de euforia, conforme elabora a HIF de Minsky (1986) e Kindleberger (2017), é ao mesmo tempo um elemento crucial para o crescimento econômico. Nesse sentido, dado o contexto atual apresentado nos gráficos, a oferta de crédito vigente se apresenta como insuficiente para sustentar um novo ciclo de expansão, demonstrando encolhimento ao longo do período. Para Gala (2019), a expansão do crédito em conjunto com queda de juros após a crise do *subprime* construiu uma bolha que envolvia a alavancagem de crédito imobiliário e não imobiliário, provocando um *boom* de consumo e construções e criando vulnerabilidades caso uma elevação na taxa Selic acontecesse, como ocorreu em 2014 e em 2015. Por causa

desse processo é que é possível verificar a construção de uma conjuntura especulativa entre 2009 e 2013, no que se refere à taxonomia minskyana, tendo em vista que a elevação dos juros dificultou para que agentes conseguissem pagar encargos financeiros, ao passo que após 2015 o processo de desalavancagem toma espaço, tendo em vista que os agentes precisaram enfrentar as dívidas que contraíram.

O choque de juros, o realinhamento de preços livres e administrados e a forte desvalorização cambial (também decorrente do estouro da bolha de commodities) deram o tiro de misericórdia na atividade econômica e estouraram a bolha de crédito e consumo (GALA, 2019).

Do ponto de vista das instituições financeiras, o gráfico 9 contém o *spread* médio total das operações de crédito, que apresenta a diferença entre a taxa de juros média cobrada e o custo de captação de capital dos bancos (BACEN, 2020). De início, nota-se uma elevação na virada de 2008 para 2009, sendo que o indicador saiu de 1% para cerca de 15% para bancos de grande porte, ao passo que para os de médio porte a movimentação foi de 11% para 20%. A partir daí, se inicia um período de quedas graduais nos seis anos seguintes, em que 2010 os patamares eram de 8% e 12% para as instituições de grande e médio porte respectivamente, culminando em menos de 1% para ambos os tipos em 2015. No ano seguinte, percebe-se uma retomada do crescimento, tendo em vista o retorno para o estágio de 12% em financeiras de médio porte, ao passo que para os de categoria maior houve um aumento para a casa dos 3%. Os dois anos seguintes apresentaram estabilidade, sendo que o primeiro tipo manteve o *spread* ao redor de 12%, enquanto o outro segurou ao 6%. O *spread* pode ser entendido como um indicador de risco, conforme explica Minsky (1986, p. 265) “*the spread among rates reflects relative riskiness and the time to payment*”.

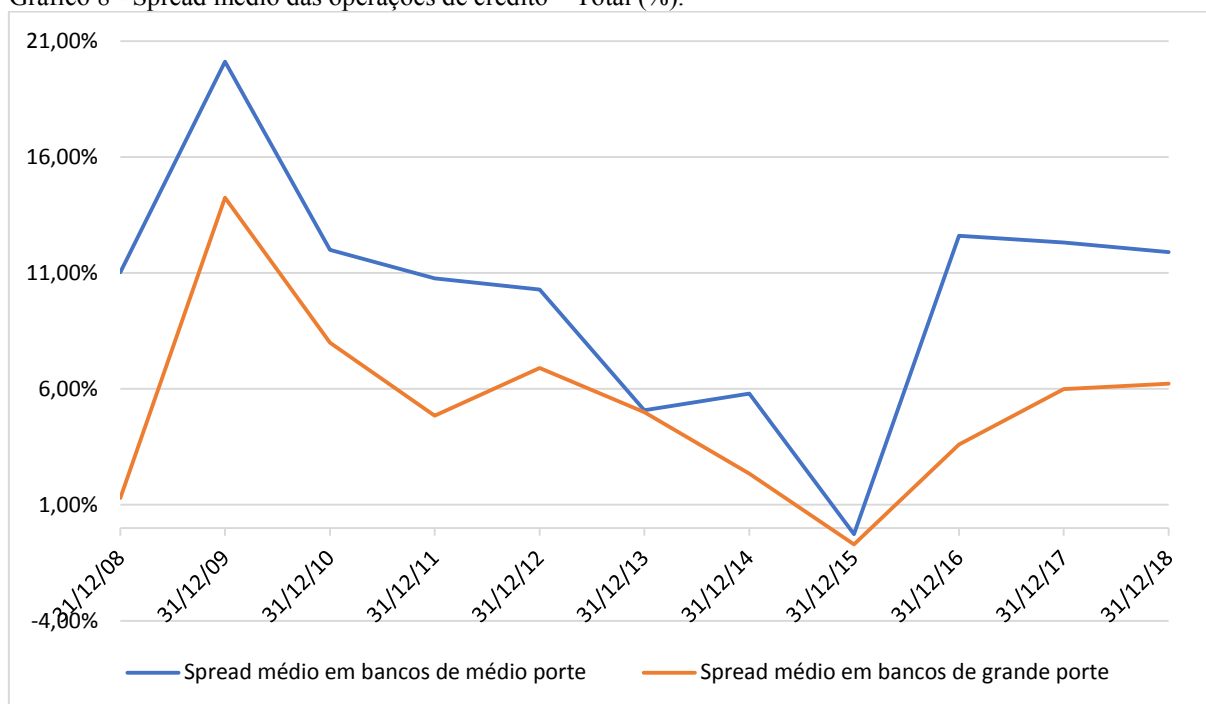
Desse modo, em momentos de elevação do *spread*, os bancos entendem que o risco para fornecer crédito está mais elevado, existindo a possibilidade de agentes levarem mais tempo para pagarem as taxas incidentes, podendo até mesmo se tornarem inadimplentes. Por outro lado, em momentos de alta atividade econômica, o *spread* tende a cair, pois o risco de não pagamento diminui em relação a épocas de arrefecimento. Assim, o *spread* bancário apresenta um comportamento contracíclico, tendo em vista o padrão de movimento inverso ao do hiato do produto, que relata a diferença entre o produto efetivo e o potencial (Minsky, 1986).

Inserindo esse pensamento à taxonomia de Minsky (1986) para análise desse indicador, toma-se como critério que em momentos de hiato aquecido e *spread* total em queda o momento é de especulação, sendo que a formação de uma conjuntura Ponzi vai depender do

tamanho da discrepância entre as duas séries, ao passo que um hiato enfraquecido em conjunto com um spread elevado denota finança *hedge*, tendo em vista a percepção de maior risco por parte dos bancos. No que se refere a situações com hiato positivo e spread em alta, ou hiato negativo com spread em diminuição, a taxonomia aplicável seria *hedge*, pois o espaço para a formação de fragilidades financeiras seria menor.

Com isso, no final de 2008 houve hiato em baixa em conjunto com diminuição no spread, o que inicia o período com uma conjuntura *hedge*. No ano seguinte, o hiato demonstrou um desaquecimento ainda maior, ao passo que o spread se elevou, mantendo a nomenclatura minskyana do ano anterior. Em 2010 e 2011, a formação de estruturas especulativas se inicia, tendo em vista o status de aquecimento do hiato em conjunto com quedas paulatinas no spread médio. Por outro lado, em 2012, para os bancos de grande porte houve um leve aumento do indicador em análise, ao passo que a categoria de médio porte se manteve estável ao mesmo tempo em que o hiato demonstrou uma leve desaceleração, fazendo com que a taxonomia entre 2011 e 2012 mudasse de especulativa para *hedge*. Esse contexto muda em 2013 e 2014, anos em que o spread diminui ainda mais, apresentando uma menor percepção de risco por parte das instituições financeiras, tendo em vista o salto de aquecimento produtivo denotado no mesmo período. Assim, para esses dois anos, as finanças especulativas retornam ao ambiente econômico brasileiro. Não obstante a esse processo, no ano de 2015, em que a crise brasileira se intensificou, o spread diminui abaixo de 1%, enquanto o hiato atinge cerca de -5% em queda, indicando o aumento do risco de inadimplências, o que é corrigido pelas instituições bancárias nos três anos seguintes com a elevação do spread, haja vista a manutenção do hiato desaquecido nesses mesmo intervalo. Por causa disso, para os anos de 2015 a 2018, a nomenclatura que mais se aplica é a *hedge*.

Gráfico 8 - Spread médio das operações de crédito – Total (%).



Fonte: Instituto Assaf (2020); Elaboração própria.

3.8. Robustez das margens de segurança dos bancos

Conforme Minsky (1986) explica, as margens de segurança são medidas por meio da relação entre o fluxo de caixa esperado de um agente com o valor nominal de suas dívidas pendentes. Ademais, a robustez das margens de segurança determina o nível de incidência de estruturas financeiramente frágeis, tendo em vista que são elas que delimitam o patamar aceitável para se ofertar financiamento a um determinado agente, sendo um fator de grande importância para instituições financeiras. Nesse sentido, quanto mais fracas elas forem, maior será a tolerância ao risco dos bancos, que fornecerão crédito a agentes com estruturas cada vez mais alavancadas.

Além disso, uma apreciação nos investimentos de devedores pode levar a uma maior demanda por ações e outros bens, o que os tornam elegíveis para receberem mais crédito, tendo em vista que expectativas futuras de elevações nos preços são embutidas na determinação das margens de segurança pelos próprios credores e devedores (MINSKY, 1986).

Current views about financing reflect the opinions bankers and businessmen hold about uncertainties they must face. These current views reflect the past and, in particular, the recent past, and how experience is transformed into expectations. A history of success will tend to diminish the margin of safety that business and bankers require and will thus tend to be associated with increased investment; a history of failure will do the opposite (MINSKY, 1986, p. 209).

Desse modo, o gráfico 9 apresenta o Índice de Basileia entre 2008 e 2019, que demonstra o quanto os bancos estão expostos ao risco e quão alavancados estão, determinado, de um modo geral, pela divisão entre o Patrimônio de Referência, dado pela soma entre os níveis I e II de capital de um banco, e os *Risk-Weighted Assets* (RWA), que remetem aos ativos ponderados pelo risco, compostos por parcelas de risco de crédito, de mercado e operacional. Atualmente, o acordo de Basileia III é o mais recente, uma evolução do originado em 1988 no Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, sendo ainda implementado no Brasil. É válido ressaltar que o Banco Central fiscaliza o Índice de Basileia de cada instituição financeira no país, definindo o mínimo de 9,25% para cada uma, sendo que quanto mais alto for esse indicador, mais segura está a estrutura de capital de uma instituição. (WAINBERG, 2018).

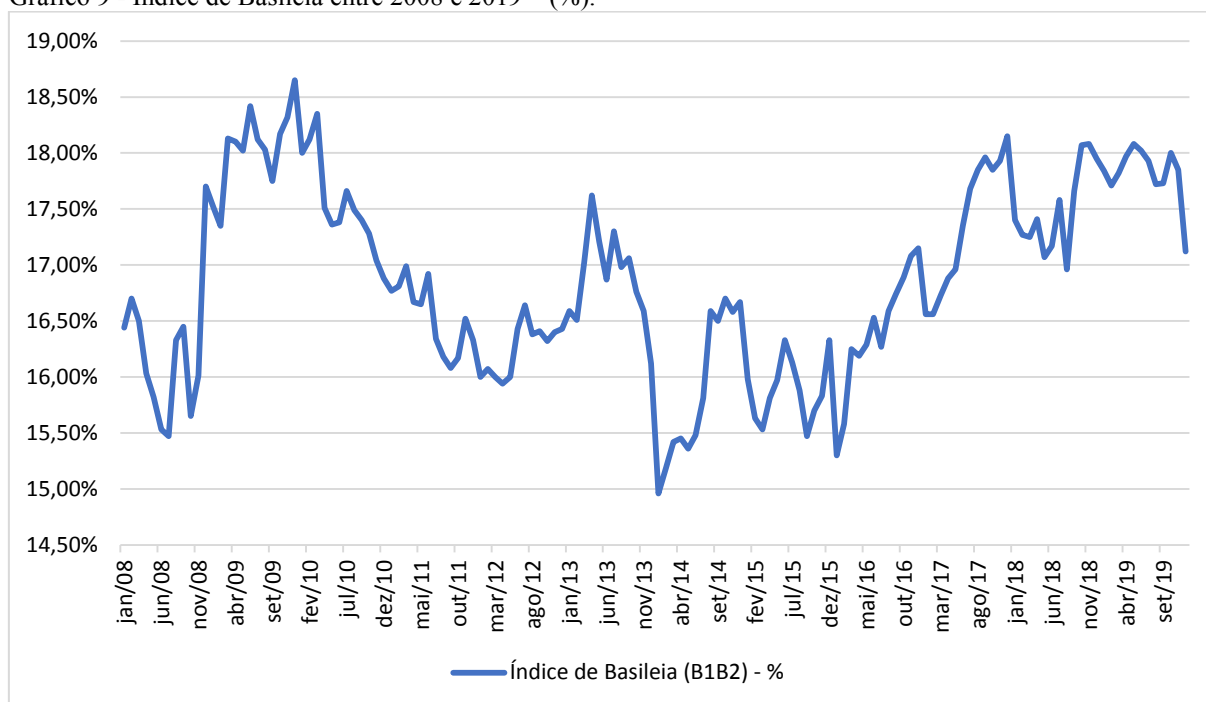
Apesar da série histórica do indicador não ultrapassar o mínimo definido pelo BACEN em nenhum momento ao longo do período em análise, é possível notar os anos em que o Índice de Basileia se deteriora, remetendo a margens de segurança mais fragilizadas das instituições, conforme aponta a HIF de Minsky (1986). Esse processo é identificado nos anos de 2008, 2010, 2011, na segunda metade de 2013 e em 2015, ao passo que em 2009, 2012, 2014 e de 2016 a 2019, houve um movimento de fortalecimento das margens de segurança.

Relacionando os estágios de fragilidade surgidos, para o ano de 2008 a crise do *subprime* demonstrou o grau de exposição ao risco dos bancos, o que fez com que houvesse queda no fornecimento de linhas de crédito advindas do exterior, bem como domesticamente, em especial nas instituições privadas (LIMA, 2013), haja vista o aumento da relação risco-retorno, que pode ser percebido também pela elevação do spread nesse mesmo ano. Apesar disso, as medidas anticíclicas tomadas possibilitaram a retomada em 2009 via financiamentos originados do setor público bancário, em conjunto com políticas de expansão fiscal e monetária, bem como medidas para garantir a liquidez. Esses fatores, associados ao emprego de uma política aos moldes do social-desenvolvimentismo, possibilitaram o crescimento econômico de 2010, entretanto, a perda de competitividade ocorrida com a valorização do câmbio real pode ser percebida também na alavancagem financeira das instituições financeiras, sendo que as políticas monetárias e fiscais expansionistas fizeram com que ocorresse um aumento inflacionário, o que fez com que a taxa de juros precisasse ser elevada acarretando mais exposição ao risco aos bancos devido a esse processo, já que maiores taxas de juros dificultam o pagamento de compromissos financeiros para aqueles agentes que se encontram endividados (OREIRO, 2015).

Por sua vez, retomando Barbosa Filho (2017), a virada de 2013 para 2014, com a deterioração das contas públicas, indica um aumento do risco país em conjunto com o crescimento da taxa real de juros, processo que é registrado no Índice de Basileia, e que se mantém em 2015. A partir de 2016, um novo salto no fortalecimento das margens financeiras é registrado, sendo que a promulgação da PEC do teto de gastos possibilitou queda no risco país, acalmando os ânimos do mercado e possibilitando arrefecimento inflacionário e dos juros em 2017. Ademais, nos dois anos seguintes, a paulatina queda da taxa Selic real em conjunto com uma FBCF arrefecida, devido ao baixo aquecimento produtivo e demanda agregada enfraquecida, conforme aponta Oreiro (2019), possibilitou a recuperação e manutenção das margens de segurança, haja vista também a redução da presença do Estado nos investimentos públicos devido à virada a governos ortodoxos-liberais, que acarretaram a diminuição do dinamismo da economia, com agentes menos alavancados.

Margens de segurança erodidas, conforme explicam Minsky (1986) e Kindleberger (2017), se referem a um ambiente econômico em que empresas se alavancam mais para obtenção de mais bens de capital, incentivados pela apreciação desses ativos, e de instituições financeiras confortáveis em fornecerem financiamentos a essas estruturas especulativas, pois os ganhos das firmas em um momento de *boom* reduzem as perdas com empréstimos de bancos, que ficam também eufóricos e passam a aceitar menores requerimentos mínimos de margem. Conforme Marcato (2014), quebras no funcionamento econômico ocorrem toda vez que existem mudanças nas relações de valor-presente, sendo que essa realização é causada quando a demanda financiada por capital especulativo sofre com elevações das taxas de juros, dos salários e dos preços de insumos para produção, de modo que as margens de lucro dos agentes sejam erodidas e, conseqüentemente, expondo instituições financeiras a maior risco.

Gráfico 9 - Índice de Basileia entre 2008 e 2019 – (%).



Fonte: BCB, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020); Elaboração própria.

Nesse sentido, como critério de análise dessa série, é preciso relacioná-la com a taxa Selic real e também com o nível de produtividade, sendo que uma margem de segurança deteriorada em conjunto com baixas taxas de juros e atividade econômica aquecida levará para uma expansão de fragilidades financeiras, tendo em vista que os agentes e instituições financeiras se sentirão mais a vontade a tomar posições mais alavancadas, pois os ganhos com em bens de capital reduzirá os requerimentos mínimos de análise de crédito dos bancos.

Assim, no primeiro ano do período, existe um contexto de desestímulo econômico, tendo em vista a alta da taxa de juros real e o aquecimento produtivo, conforme aponta o hiato, em conjunto com um Índice de Basileia em baixa. Essa deterioração da margem de segurança em conjunto com a produtividade em alta é respaldada pela crise do *subprime*, sendo que essa fragilidade teria sido exacerbada caso não houvesse elevação da taxa Selic, que possibilitou um reequilíbrio ao longo do ano seguinte. Por causa disso, de início 2008 a alta dos juros gera um contexto *hedge*. Em 2009, percebe-se um salto no Índice de Basileia, enquanto a taxa Selic real diminui para cerca de 3,5%, sendo que o hiato apresenta desaquecimento de -5%. A robustez das margens de segurança nesse segundo ano replica o contexto *hedge*, sendo que a taxa de juros em baixa vem como um mecanismo de estímulo para retomar o dinamismo econômico.

Conforme abordou Oreiro (2015), políticas expansionistas em um contexto de baixo investimento e atividade econômica em 2009, geraram pressões inflacionárias no ano seguinte, levando as margens de segurança para baixo, os juros para cima e o hiato do produto ao aquecimento. A manutenção da inflação via taxa de juros preveniu a insurgência de estruturas especulativas, preservando o contexto *hedge* dos últimos dois anos. Por outro lado, em 2011 há uma reversão desse cenário, pois os juros começam a reduzir, a capacidade de produção se mantém aquecida e o Índice de Basileia continua em declínio, configurando um ambiente especulativo para esse indicador. É válido ressaltar que a NME é implementada nesse ano, visando combater a perda de competitividade externa e a inflação gerada pelo desenvolvimentismo inconsistente, ao mesmo tempo que mantém uma agenda de redução na Selic (OREIRO, 2015).

No ano de 2012, o hiato se mantém aquecido e o Índice de Basileia sustenta níveis relativamente parecidos com o do ano anterior, mas o destaque é a taxa Selic real, que passa por um pesado declínio, gerando as condições para a manutenção da conjuntura especulativa. Na primeira metade de 2013, o juro mantém a queda, e a capacidade produtiva se expande, ao passo que as margens de segurança são derrubadas no final desse ano, o que perpetua estruturas especulativas, sendo com magnitude que possibilitou a construção de uma conjuntura Ponzi. Na virada desse ano para 2014, os juros se expandem, tendo em vista o aumento do risco-país e a deterioração das contas públicas (BARBOSA FILHO, 2017), enquanto o hiato se mantém positivo com Basileia que oscila entre 15,5% e 16,5%, distante do patamar de 18,5% que alcançou em 2009. Desse modo, novamente a taxonomia *hedge* se aplica, sendo que o mesmo pode ser dito para 2015, pois os juros continuam em alta e o Basileia se mantém relativamente similar ao ano passado, enquanto o hiato passa a apresentar desaquecimento. No que se refere a 2016 e 2017, a produtividade continua abaixo do potencial, ao passo que a Selic real apresenta elevação, o que solidifica o cenário *hedge*, principalmente devido ao robustecimento das margens de segurança. Os dois anos seguintes contam com quedas acentuadas no juro, tendo em vista o desaquecimento econômico que se mantém, enquanto o Basileia retoma o patamar de 18%, refletindo uma análise mais criteriosa dos bancos para o fornecimento de linhas de crédito, consolidando a nomenclatura *hedge*.

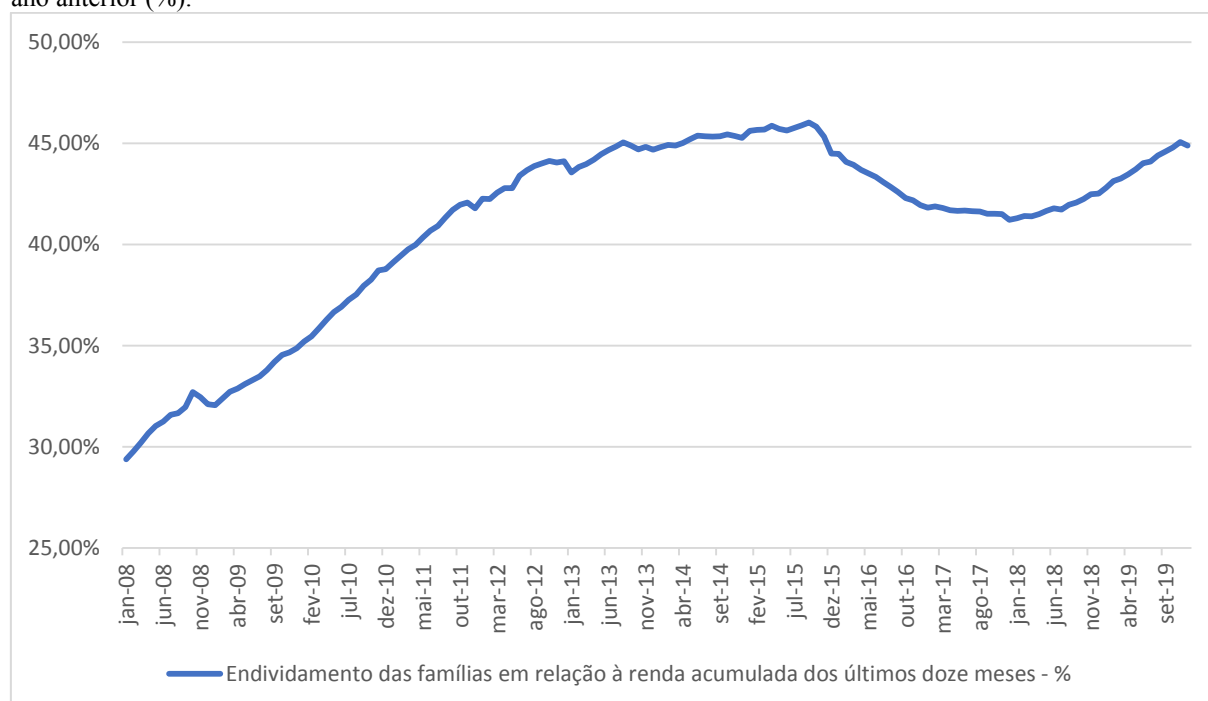
3.9. Endividamento das famílias e das firmas

Conforme Minsky (1986), o grau de endividamento de famílias e empresas está diretamente relacionado com a formação de fragilidades financeiras, tendo em vista que quanto mais elevados forem, mais especulativas estarão as finanças desses agentes, ao passo

que aqueles com estruturas mais enxutas, com débitos controlados, teriam finanças similares às *hedges*. Assim, o gráfico 10 demonstra o nível de endividamento das famílias com o sistema financeiro nacional em relação à renda acumulada nos últimos doze meses, sendo possível perceber uma forte elevação desse indicador a partir de 2008, que iniciou com uma tendência de alta que culminaria em 45% da renda acumulada das famílias comprometidas com dívidas em 2015. É um dado calculado pelo Bacen, que possibilita compreender o comprometimento da renda das famílias no período em análise (BCB-Depec, 2020).

Nos últimos quatro anos do período, ocorreram leves oscilações, mas com recuperação da alta em 2019. Esse processo se correlaciona com a elevada taxa de desocupação a partir de 2014, pois recorrentes aumentos no nível de desemprego impedem que muitas famílias consigam arcar com dívidas pendentes. Somado a isso, existe também a questão do *balance sheet recession*, que provoca um processo de desalavancagem tanto das firmas quanto das famílias, causado pela redução da demanda agregada e do nível de atividade econômica, o que em última instância se associa ao *credit crunch*, haja vista o choque da taxa de juros em 2015 em conjunto com o elevado endividamento desses agentes (GALA, 2019)

Gráfico 10 - Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação a renda acumulada do ano anterior (%).



Fonte: BCB-DSTAT, encontrado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (2020); Elaboração própria.

Observando o gráfico, é notável que o nível de endividamento familiar compromete mais de 40% da renda acumulada que possuem nessa mesma época, o que faz com que as

dívidas recorrentes precisem ser refinanciadas, mantendo esse grupo refém de movimentos de alta da taxa de juros, como a que houve em 2015, enquanto seus rendimentos não superarem a suas obrigações de curto-prazo, ao passo que o processo de desalavancagem,, abordado por Gala (2019), fica mais custoso. É válido lembrar que o ciclo de fornecimento de crédito pós crise de 2008 foi puxado principalmente pelos bancos públicos, gerando um aumento significativo do nível de alavancagem de empresas não-financeiras e da renda das famílias (OREIRO, 2019).

Desse modo, para inserção do endividamento familiar na taxonomia de Minsky (1986), é preciso relacioná-lo com o nível de atividade econômica, apontada pelo hiato do produto. O racional por trás da relação entre esses dois indicadores seria que um nível maior de endividamento, associado com aquecimento produtivo apontaria para a construção de um ambiente especulativo, pois esses fatores implicariam em maior consumo e investimento desses agentes. Esse processo pode ser entendido como uma euforia, conforme aponta Kindleberger (2017), pois esses agentes estariam confortáveis, hipoteticamente, com a obtenção de maiores dívidas justamente por causa de um contexto de falta de grandes dificuldades financeiras.

Assim, em ordem para aferir o nível de endividamento familiar do período na nomenclatura mynskiana, é possível perceber que esse indicador cresce paulatinamente entre 2008 e o início de 2015. Ao longo desse intervalo, os anos de 2008 e de 2010 a 2014 contam com um hiato do produto aquecido. Nesse sentido, percebe-se a formação de um contexto especulativo, pois são os anos em que há convergência de aquecimento produtivo e nível de endividamento familiar ascendente. Os anos de 2009 e de 2015 a 2019, por apresentarem arrefecimento no hiato do produto, denotam uma conjuntura favorável a finanças *hedge*, apesar da manutenção da alta no comprometimento da renda familiar com dívidas.

No que se refere ao endividamento das empresas, o gráfico 11 demonstra o endividamento oneroso médio (relação entre os passivos onerosos, que geram encargos financeiros, com o patrimônio líquido) entre todos os setores da economia e o índice de cobertura de juros médio (ICJ), dado pelo EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation e Amortization*) dividido pelas despesas financeiras, indicando a capacidade da geração de caixa das empresas de arcar com as obrigações de juros incidentes (INSTITUTO ASSAF, 2020). Nesse sentido, para empregar a taxonomia de Minsky a esses indicadores, é preciso associá-los também ao hiato do produto, haja vista que aquecimento econômico em conjunto com elevação no endividamento apontam para um contexto especulativo, pois atuam

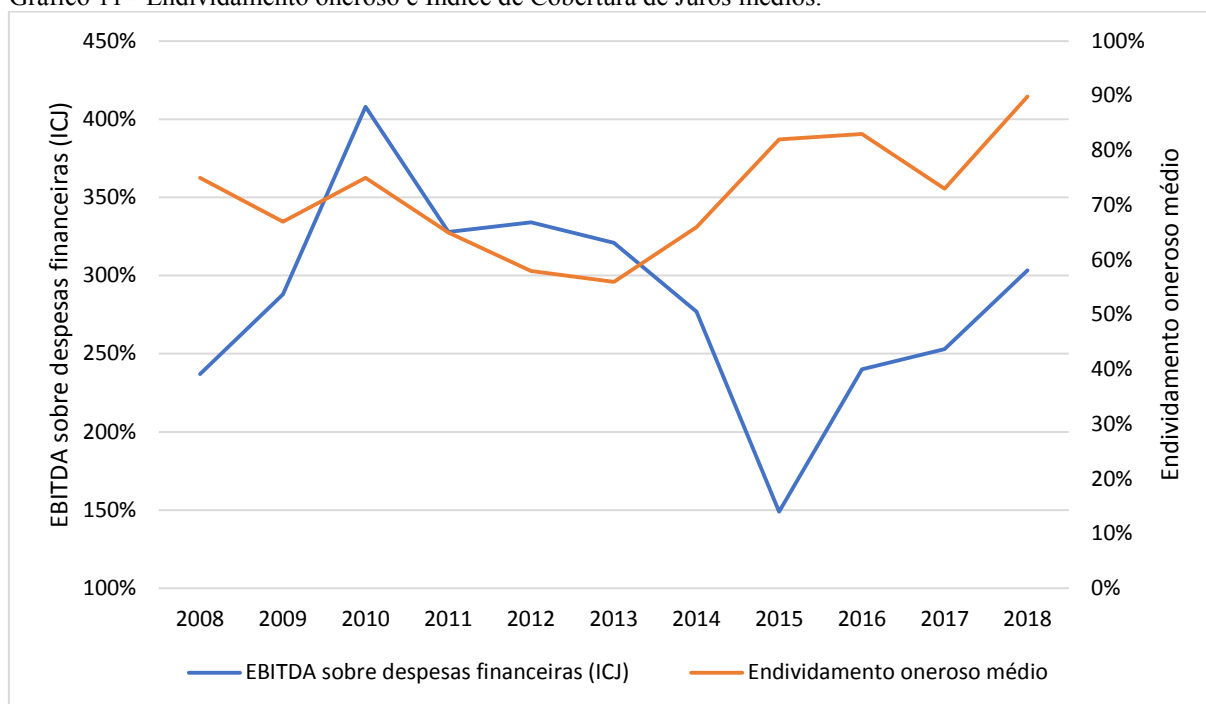
como um sinal de euforia dos agentes, conforme apontam Kindleberger (2017) e Minsky (1986), ao passo que uma geração interna de caixa baixa, com menor capacidade de bancar encargos, em conjunto com hiato positivo também demonstram um ambiente especulativo.

Assim, no que se refere ao endividamento oneroso, percebe-se que entre 2008 e 2013 houve uma queda, sendo que esse indicador decaiu da casa dos 70% para 60%, tendo em vista o período que engloba o aquecimento econômico após a crise do *subprime*, com o emprego de medidas anticíclicas tomadas pelo governo, bem como as políticas de incentivo via setor público bancário (OREIRO, 2015). Não obstante, de 2014 em diante é registrado um salto no nível de endividamento oneroso, saindo dos 60% para 90% em 2019, processo resultante de elevação da taxa de juros real associada, principalmente, com um hiato negativo a partir de 2015. Quanto ao ICJ, de 2008 a 2010 houve crescimento na geração interna de caixa, demonstrando boa capacidade para lidar com encargos financeiros, porém no ano seguinte registra-se uma queda para cerca de 300%, patamar que se manteve até 2013. Em 2014 e em 2015 nota-se uma baixa que atinge o nível de 150% de ICJ, coincidindo também com o aumento da taxa de juros real e com o hiato em desaquecimento. Apesar disso, entre 2016 e 2019 esse indicador demonstra recuperação para os mesmos níveis de 2011.

Em suma, uma ausência de aumentos no nível de alavancagem das empresas entre 2008 e 2013, anos que abordam momentos de aquecimento econômico, indica que não houve a consolidação de uma euforia por parte das firmas, que souberam controlar o nível de endividamento que possuem, demonstrando a manutenção de um cenário *hedge*. Fatores como uma oferta descendente de crédito e uma taxa de juros real em queda nesse período auxiliaram a esse fim. Entretanto, em 2014, o salto na quantidade de passivos onerosos em relação ao patrimônio líquido dos setores da economia associado a um hiato ainda aquecido denota um ano de conjuntura especulativa, mas que não se mantém em 2015 em diante, tendo em vista a queda na capacidade produtiva do país, apesar de aumentos no endividamento oneroso. Por causa disso, a partir desse ano até 2018 a nomenclatura aplicável também é *hedge*.

No que tange ao ICJ, o ano de 2011 e de 2014, que apresentam baixas em relação aos seus respectivos anos anteriores, também podem ser vistos como ambientes para finanças especulativas, pois condizem com momentos de aquecimento produtivo. O mesmo não pode ser afirmado para 2015, mesmo contendo a maior queda em todo o período, pois também engloba hiato negativo, o que faz com que seja entendido como propício para finanças *hedge*. Todos os outros anos, além desse três abordados, também são *hedge*, pois não apresentam associação entre aquecimento produtivo e ICJ em deterioração.

Gráfico 11 - Endividamento oneroso e Índice de Cobertura de Juros médios.



Fonte: Instituto Assaf (2020); Elaboração própria.

Com isso, é válido ressaltar, que segundo Oreiro (2019), o processo de desalavancagem tem sido demorado para ser revertido, tendo em vista o aumento da taxa de juros e a desvalorização da moeda em 2015, que fez com que os investimentos e o consumo fossem afetados. Nesse sentido, no que se refere às empresas, pode se dizer que obtiveram um sucesso parcial para desonerar seus balanços entre 2016 e 2018, tendo em vista a retomada da geração interna de caixa, entretanto, o endividamento oneroso ainda permanece alto, indicando que ainda existe a incorrência de encargos financeiros. Apesar disso, a queda na Selic nesses dois últimos anos pode contribuir na conclusão desse processo.

3.10. Recuperações judiciais

Conforme aponta Minsky (1986), o Estado, por meio de seu banco central, pode atuar como uma autoridade que regula as instituições financeiras, impedindo a propagação de estruturas endógenas disruptivas na economia. Além disso, em momentos de crise, o governo pode ser um *lender-of-last-resort* para conter os movimentos deflacionários e sustentar o emprego e o lucro dos agentes, passando por aumentos no déficit fiscal para estabilização econômica. Um exemplo de medida com fins de estabilização formulada pelo aparato legislativo do governo, e que envolve as instituições financeiras, são as recuperações judiciais, que são um processo de reabilitação de firmas em dificuldade, conforme descreve a lei 11.101 promulgada em 2005, em que a Justiça atua como mediador, impedindo choques negativos no

ambiente econômico, principalmente em momentos de crise, em que empresas podem passar por tribulações, afetando a sustentação do emprego e do lucro (TEIXEIRA, 2012).

Desse modo, para Teixeira (2012), as recuperações judiciais são “uma tentativa de solução para a crise econômica de um agente econômico” (p. 183), sendo um mecanismo que, por intermédio do Poder Judiciário, permite que empresas endividadas consigam renegociar suas pendências, obtendo um prazo extra de operação após a solicitação, com as dívidas congeladas por 180 dias, o que possibilita a proteção da atividade empresarial como um todo, não se limitando somente na compensação dos credores. Na medida em que isso acontece, o agente precisa apresentar um plano de recuperação que, se for aprovada pelas instituições que possuem pagamentos em haver com a mesma, poderá renegociar suas obrigações financeiras (TEIXEIRA, 2012).

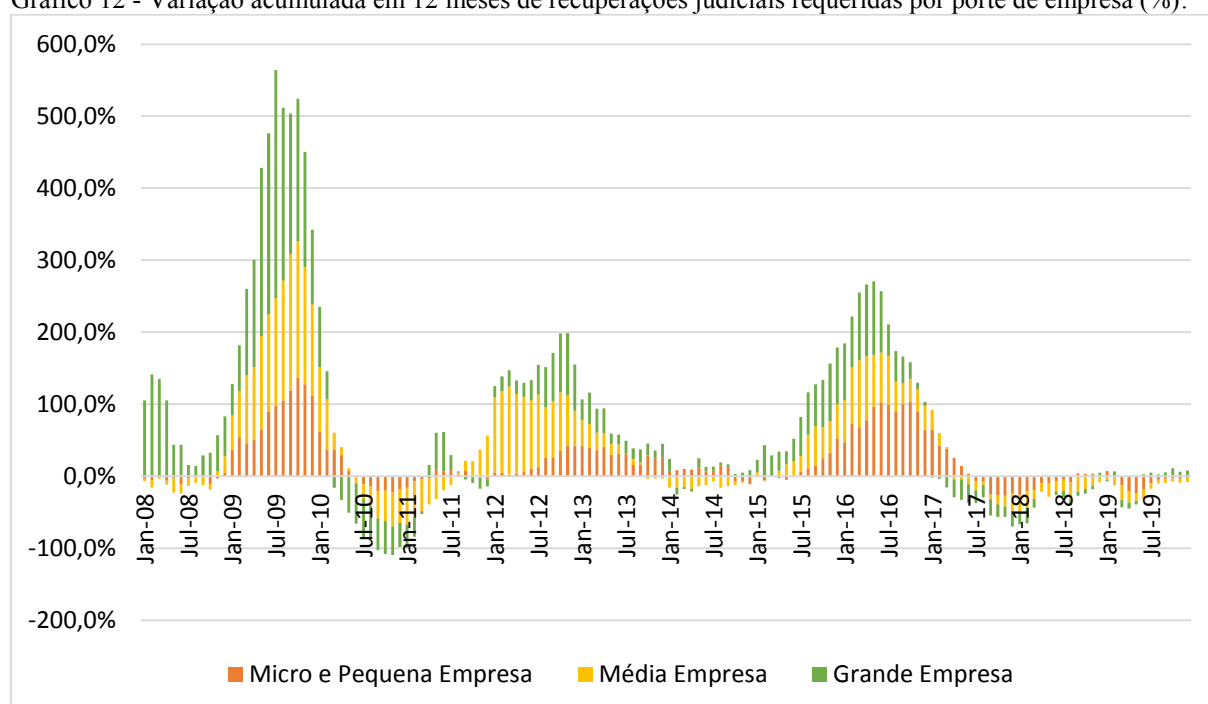
As recuperações judiciais, pelo ponto de vista de ciclos de instabilidade financeira, podem atuar como um indicador que apresenta os períodos de maior incerteza econômica, demonstrando também os anos em que há maior fragilidade financeira, tendo em vista que firmas com prejuízos recorrentes, que dependem de aportes de capital para continuarem operando, e empresas sem fluxo de caixa são prejudicadas caso ocorra um choque econômico, como aumento da taxa de juros. Esse evento pode gerar um aumento no nível de insolvência, disparando o número de recuperações judiciais. Isso possibilita sua vinculação com a HIF de Minsky (1986), pois remetem ao nível de alavancagem dos balanços das firmas, conforme reforça Marcato (2014):

Ao considerar o investimento como irreversível, sob outra perspectiva vê-se que os compromissos financeiros também se fazem irreversíveis. Assim, com expectativas frustradas, os gerentes vivem uma ameaça a sua autonomia de decisão, sendo que se seus compromissos com os credores não forem cumpridos, poder-se-ia chegar à falência da empresa. A incerteza quanto ao futuro torna a acumulação, enquanto necessária para alcançar o crescimento, simultaneamente perigosa para os gerentes (MARCATO, 2014, p. 51).

Retomando o conceito de incerteza em Keynes (1921, apud DOW, 2010), o escopo limitado do que é visto como certo no processo decisório de um agente é ainda menor quando envolvido em um ambiente pessimista, pois as expectativas de lucro reduzem, fazendo com que o fator psicológico presente em momentos de euforia, que impulsiona o investimento, seja mitigado. Nesse processo, as firmas passam a valorizar mais a liquidez, em especial quando passam por alguma dificuldade financeira que exacerba a depreciação de bens e ativos em momentos de crise, pois o fluxo de caixa futuro esperado passa a ser insuficiente para arcar com seus compromissos.

Assim, na medida em que o nível de recuperações judiciais em um determinado momento pode ser diretamente relacionado com a taxonomia minskyana, ao associá-lo com o nível de atividade econômica e da taxa de juros real para cada ano, será possível compreender qual a conjuntura econômica vigente, podendo ser *hedge*, especulativa ou Ponzi. A primeira ocorreria quando houvesse queda na solicitação de recuperações judiciais, enquanto a segunda e o terceiro ocorreriam somente com elevações nos pedidos, aquecimento produtivo e baixa taxa de juros, sendo que a diferença entre os dois tipos seria a discrepância entre os três indicadores.

Gráfico 12 - Variação acumulada em 12 meses de recuperações judiciais requeridas por porte de empresa (%).



Fonte: Serasa Experian (2020); Elaboração própria.

Assim, observando o gráfico 12, nota-se que os picos de solicitações de recuperações judiciais ocorrem, principalmente, em 2009, 2012, 2013, 2015 e 2016. Desses anos, apenas 2012 e 2013 contam com um arranjo de queda na taxa Selic real, hiato aquecido e elevação no nível de recuperações judiciais requeridas, configurando uma conjuntura especulativa. Para os outros anos, as condições para a replicação dessa mesma taxonomia não foram registradas, coincidindo com hiato desaquecido, como em 2009 e de 2015 em diante, ou com juros em elevação. Por causa disso, todos os anos do período, com exceção dos dois abordados, configuram um ambiente econômico *hedge*.

É válido relembrar que o *timing* incorreto na mudança da política monetária em 2012, conforme aponta Barbosa Filho (2017), em que a taxa de juros são reduzidas em um momento de maior pressão inflacionária, pode ser um fator que contribuiu para a construção de um

cenário especulativo em 2012 e 2013, tendo em vista também a desvalorização do câmbio nominal nesse momento, que incentivou a implementação da NME, como explica Oreiro (2015).

3.11. Índices de confiança do consumidor e do empresário

Como apontado por Minsky (1986), as expectativas futuras dos agentes econômicos afetam na precificação de ativos, refletindo na performance econômica do país. Nesse sentido, quando os produtores e consumidores estão otimistas com o ambiente financeiro, eles se sentem mais seguros em gastar e investir, renunciando uma liquidez maior na esperança de obter lucros futuros que compensem os compromissos de dívidas feitos. Desse modo, como critério, expectativas em elevação indicam maior propensão para a formação de finanças especulativas e Ponzi, ao passo que agentes mais pessimistas possuem posturas mais avessas ao risco.

O gráfico 13 representa o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI) e é auferido pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) por meio de uma sondagem industrial via questionários, visando compreender novas tendências de produção por meio da interpretação do nível de confiança dos empresários. Com esses agentes mais otimistas, o nível de investimentos tende a subir, elevando, como consequência, a produção para atender a um crescimento esperado na demanda, sendo um processo que possibilita a previsão do produto industrial (CNI, 2020).

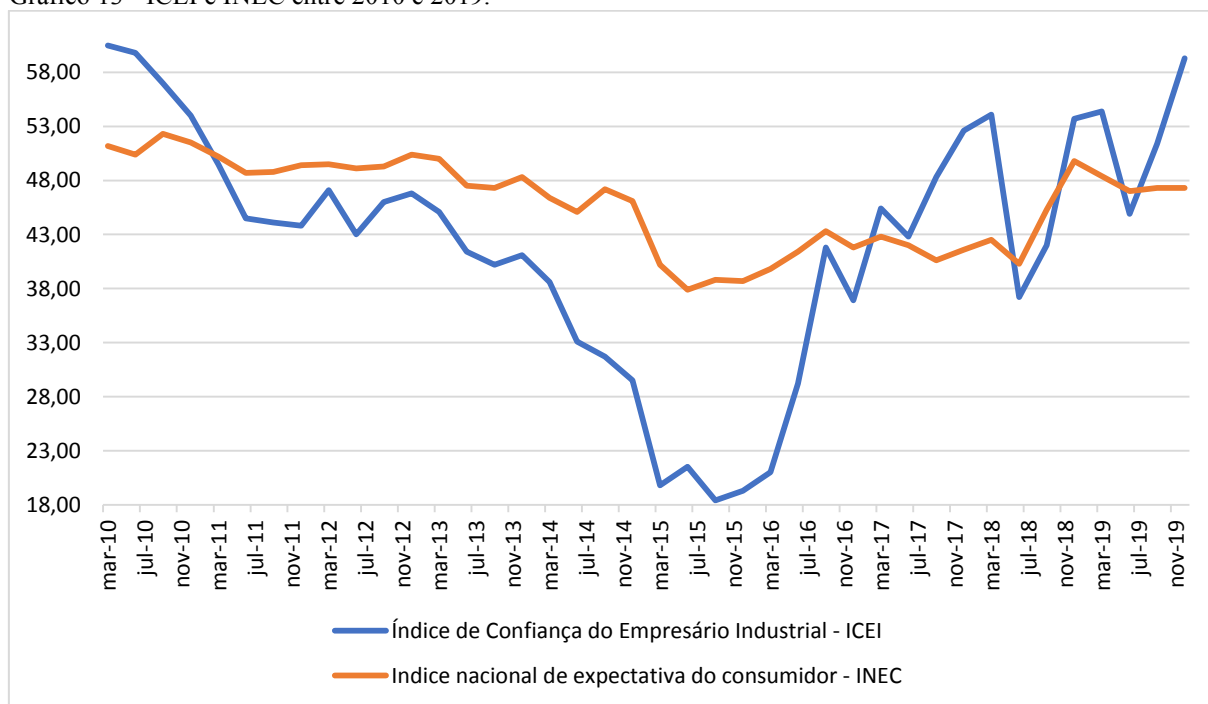
Desde 2010 até o final de 2019. É possível perceber que uma queda pertinente se mantém, atingindo o fundo em 2016, quando o índice recuou para 20 pontos, o que demonstra o pessimismo do empresário com a recessão brasileira e o ambiente econômico e político da época. No entanto, logo em seguida vem uma forte recuperação na virada para 2017, que manteve a tendência de alta até os sessenta pontos nos dois anos seguintes, próximo do patamar em 2010.

No que se refere à perspectiva do consumidor, também disposta no mesmo gráfico, está o Índice Nacional de Expectativas do Consumidor (INEC) que também foi criado pelo CNI e busca apresentar o sentimento do consumidor por meio de uma pesquisa de opinião pública de abrangência nacional. É um indicador que possibilita antecipar oscilações no ritmo da atividade econômica, pois abrange o perfil de consumo e poupança das famílias, sendo que pessimismo implica em corte de gastos e criação de reservas financeiras, ao passo que otimismo aponta para uma maior confiança para consumir (CNI, 2019). Na série, nota-se uma gradual queda a partir de 2010, sendo que 2014 e 2015 apresentam a baixa mais forte dessa

tendência. O ano de 2016 demonstra uma pequena recuperação, que se torna mais acentuada somente a partir de 2018, mantendo o patamar de 48 pontos em 2019.

Para aplicar esses dados à nomenclatura de Minsky (1986), é importante lembrar que as expectativas futuras de fluxo de caixa dos agentes influenciam na tomada de decisão de um investimento. Em momentos de euforia, conforme aborda Kindleberger (2014), esses agentes se tornam mais propensos a aceitar riscos de investimento, pois esperam retornos que são respaldados pelo nível de atividade e crescimento econômico. Por outro lado, em momentos de incerteza, a preferência pela liquidez e a aversão ao risco tomam força (ANDRADE, 2011), movimento que pode ser percebido nos anos de 2014 e 2015, tanto no ICEI, quanto no INEC.

Gráfico 13 - ICEI e INEC entre 2010 e 2019.



Fonte: Confederação Nacional da Indústria (2020); Elaboração própria.

Assim, associando essas séries com a taxa de crescimento do IBC-Br, de maneira que ciclos de crescimento econômico em conjunto com maiores expectativas dos agentes contribuem para construção de um cenário especulativo, pode-se entender que em 2010 e 2011 prevaleceu uma conjuntura *hedge* no que se refere aos sentimentos empresas, pois o IBC-Br apresenta uma gradual queda, enquanto o ICEI apresentavam tendência de baixa. Em 2012 e 2013, apesar de um melhor desempenho econômico do país, os indicadores de confiança demonstram queda, que prossegue nos dois anos seguintes, dessa vez associadas a baixas no IBC-Br, mantendo a taxonomia *hedge* nesses quatro anos. Em 2016, o desempenho econômico ainda não é favorável, o que muda em 2017 e 2018, com sinais de recuperação do

fôlego econômico em conjunto com melhores expectativas dos empresários, formando uma conjuntura especulativa nesse indicador. Já em 2019, por sua vez, existe uma leve desaceleração, que faz com que a taxonomia *hedge* seja retomada. No que se refere ao INEC, o único ano em que há formação de um arranjo especulativo é 2018, sendo que para todos os outros a nomenclatura *hedge* se aplica, pois não condizem com os critérios definidos.

Essa mudança de paradigma, em que agentes ficam mais otimistas após a crise brasileira, pode ser resultado das medidas tomadas para contenção da dívida, como a política do teto de gastos, nascida em 2016, bem como a vinda de algumas reformas, como a da previdência, além da guinada a um viés ortodoxo-liberal, que fomenta a ideia de uma menor presença do Estado no mercado, auxiliando na redução da incerteza dos agentes (OREIRO, 2019).

3.12. Número de listagens de empresas na bolsa

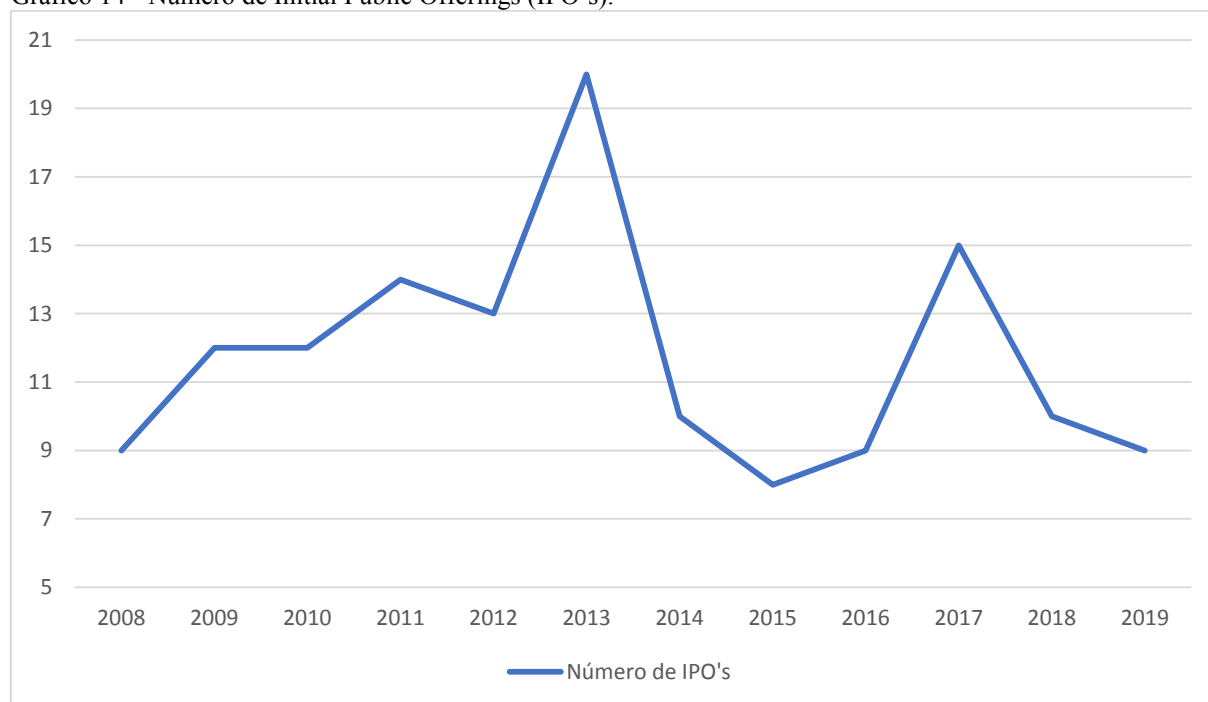
A bolsa de valores brasileira, mais bem indicada pelo Índice Bovespa, pode ser vista como um termômetro econômico, pois representa o comportamento dos agentes perante o mercado financeiro ao longo do tempo. As oscilações podem ser vistas como momentos de euforia ou de pessimismo, a depender das circunstâncias vigentes, refletindo assim os estresses mercadológicos, muitas vezes provocados por gatilhos circunstanciais, conforme aponta Kindleberger (2017). Para ele, o aumento no número de empresas listadas em bolsa pode ser um indicativo de euforia dos agentes, pois as empresas entendem que fazendo um *Initial Public Offering* (IPO) em uma economia aquecida possibilitaria a obtenção rápida de mais capital via investimento no mercado acionário, permitindo que essas firmas reaplicassem o dinheiro ganho em mais ativos, auxiliando na inflação de preços de ações, por exemplo.

De acordo com a B3, que registra as IPO's ocorrida no Brasil, uma oferta pública é entendida como a primeira venda de ações de uma firma, sendo que, após sua emissão primária, que tem o objetivo de angariar recursos para a empresa emissora, o papel passa a ser comercializado no mercado secundário. É possível que ocorra uma oferta pública secundária, que diferentemente da primária, direciona os recursos obtidos diretamente para os cotistas existentes (B3, 2020).

Nesse sentido, atrelando o nível de IPO's ao nível de aquecimento produtivo, pode-se compreender o cenário vigente na nomenclatura de Minsky. A alta no número de ofertas públicas, em especial as ocorridas em 2008 e entre 2010 e 2013, coincidem com um momento de hiato positivo, em que a economia opera acima de seu potencial esperado. Por causa disso, para esses anos, o aumento em novas ofertas públicas de ações gera um cenário de finanças

especulativas para esse indicador, sendo que a magnitude do salto registrado em 2013 pode ser compreendido como um ambiente Ponzi. No que se refere aos outros anos, a nomenclatura *hedge* é a que predomina, tendo em vista que em 2009 e de 2015 em diante há um arrefecimento produtivo, além de que o número de IPO's decaiu em 2014 a 2016.

Gráfico 14 - Número de Initial Public Offerings (IPO's).



Fonte: B3 (2020); Elaboração própria.

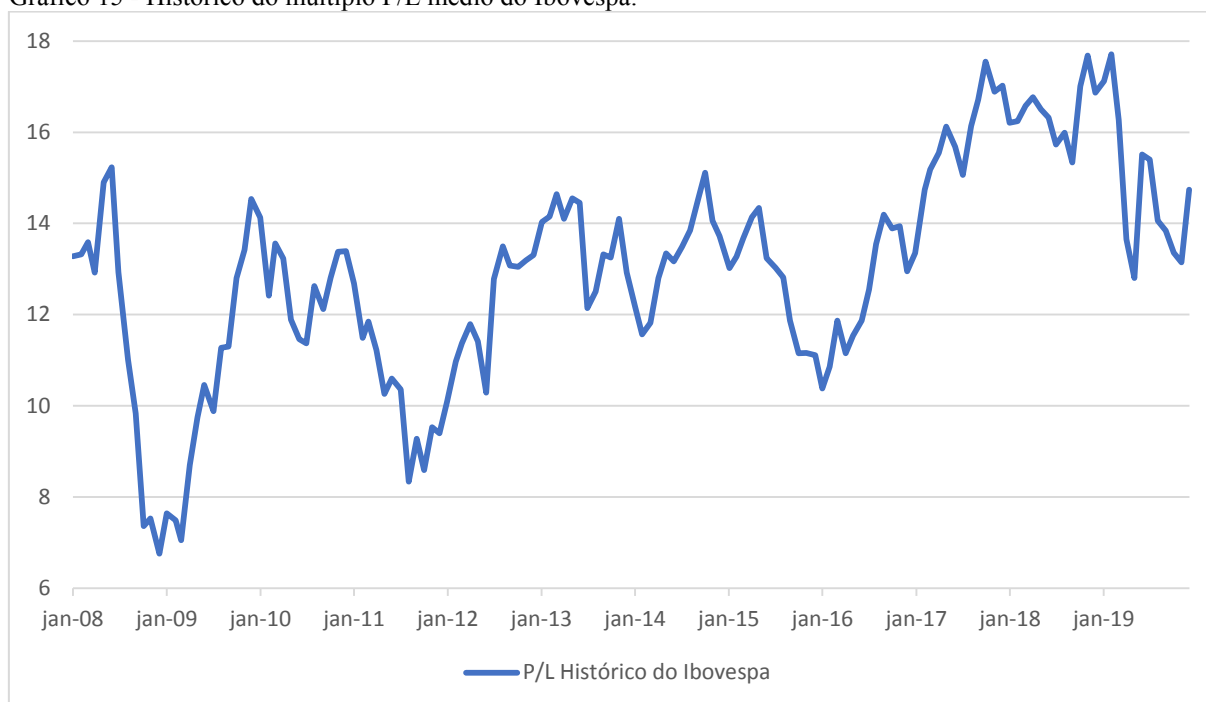
A redução de 2014 a 2016 no número de novas emissões no mercado acionário demonstra o quanto o mercado de bens mobiliários é sensível a choques econômicos, tendo em vista a crise da dívida brasileira nesses mesmos anos, que gerou um cenário de incertezas e dificuldades financeiras para diversas firmas no Brasil. Conforme explica Keynes (1936), novos fatos e eventos afetam as rendas esperadas, podendo diminuir o grau de confiança na tomada de decisões dos agentes, que ficam mais avessos ao risco, passando a optar pela liquidez. Dependendo do grau de magnitude de uma recessão, empresas com um fluxo de caixa mais comprometido podem não ser solventes quando ocorre um aumento na taxa de juros (MINSKY, 1986), por exemplo, o que acarreta em pedidos de recuperação judicial, conforme apresenta o gráfico 12, ou em até mesmo falência. Desse modo, a queda nos IPO's entre 2014 e 2016 também pode ser resultado de empresas que não conseguiram sobreviver a um momento de dificuldade, sendo necessário encerrar sua listagem no Ibovespa.

3.13. Comportamento dos preços de ativos listados em bolsa e rentabilidade das empresas

Conforme a HIF de Minsky (1986), momentos de expansão econômica possibilitam maior acesso ao crédito que, por meio da formação de estruturas especulativas, passa a ser cada vez mais utilizado para o financiamento de dívidas e para alavancagem. Esse processo, em grande escala, possibilita que ativos se valorizem sem fundamentos sólidos, sendo que agentes com portfólios de investimento em apreciação passam a ter maior elegibilidade para receber empréstimos de instituições financeiras, formando assim um círculo vicioso que se retroalimenta, possibilitado por margens de segurança pouco robustas.

Nesse sentido, como critério para a formação de um ambiente propício para finanças especulativas de Minsky (1986), os ativos listados em bolsa, além de terem um preço em elevação, também viria em um contexto de maior oferta de crédito e atividade econômica. Assim sendo, o gráfico 15 apresenta o histórico de indicador de Preço/Lucro (P/L) médio, que elenca a relação de quantas vezes o preço de uma ação se multiplica pelo lucro advindo da mesma, representando o a média de quanto os agentes pagam por esses retornos ao longo do período (VALOR EDUCAÇÃO, 2020). O indicador representado pela série abaixo engloba diversas empresas, incluindo aquelas listadas no Ibovespa, e é calculado ponderando a liquidez de cada papel, sendo que, quanto mais significativo for uma ação, maior será seu peso na estruturação do indicador (OCEANS14, 2020). Assim, um contexto com ativos com precificação mais elevada pode apontar para uma euforia dos agentes, conforme aponta Kindleberger (2017).

Gráfico 15 - Histórico do múltiplo P/L médio do Ibovespa.



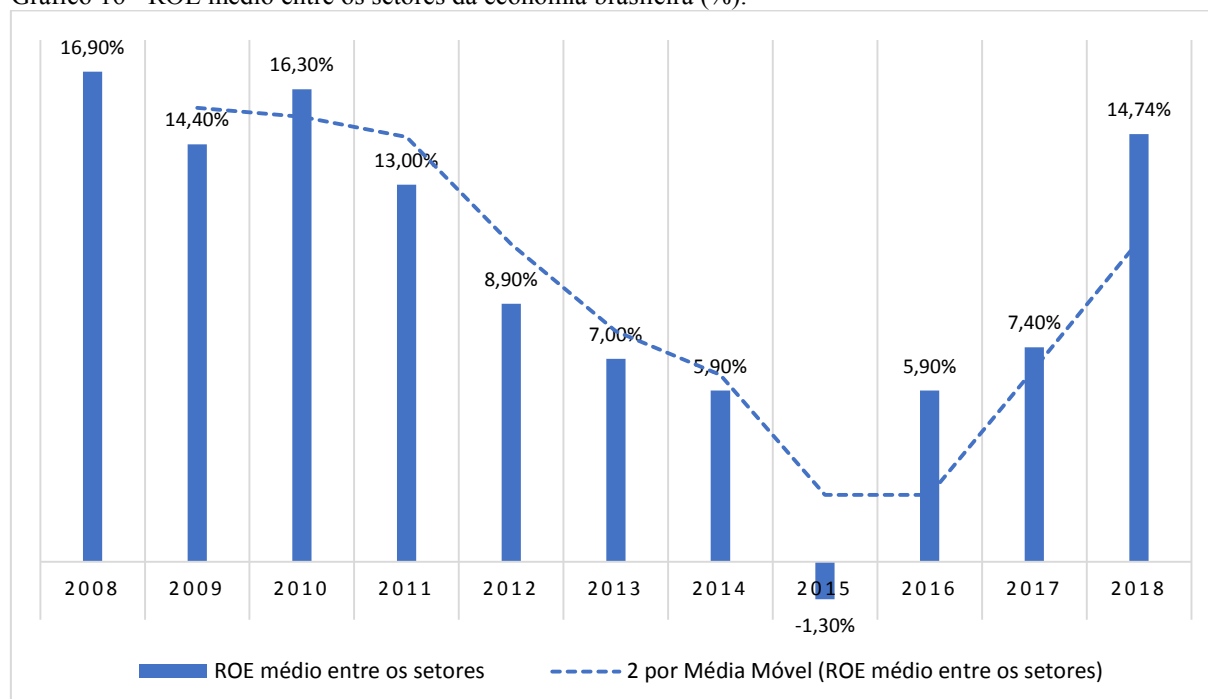
Fonte: Oceans14 (2020); Elaboração própria.

Analisando o P/L histórico, em conjunto com a taxa de crescimento do crédito e o hiato do produto, a alta de 2008 ocorre devido à bolha do *subprime* com elevação nos financiamentos direcionados e para pessoas jurídicas via BNDES, ao passo que o salto de 2010 também coincidiu com um momento de alta no fornecimento de crédito a pessoas físicas e jurídicas do BNDES, bem como nas linhas de financiamento direcionado, que possibilitou o repique econômico gerado pelas medidas anticíclicas tomadas pelo governo. Ao mesmo tempo, havia aquecimento produtivo nesses dois anos. Por causa da associação desses três fatores, gerou-se uma conjuntura especulativa para 2008 e Ponzi para 2010, em que o súbito salto no P/L médio indica uma euforia dos agentes, mas que não se aplica nos outros anos, pois a gradual queda no fornecimento de crédito impossibilita a replicação dessa taxonomia. As altas do PL de 2017 a 2019 ocorrem em um momento de arrefecimento produtivo e baixo nível de crédito em relação aos anos anteriores, mas surgem porque agentes são influenciados por novos eventos e expectativas futuras, como novas políticas econômicas (MINSKY, 1986). Desse modo, apesar de alguns picos no nível de preço dos ativos, predomina uma conjuntura *hedge* ao longo do período.

No que se refere ao retorno médio sobre o patrimônio líquido (ROE), é um dado que demonstra a taxa de rentabilidade do capital próprio verificando a relação entre o resultado líquido e o patrimônio líquido médio de uma determinada empresa (INSTITUTO ASSAF, 2020). Minsky (1986) ressalta que as firmas com balanços mais sólidos costumam ter uma

rentabilidade mais elevada, no sentido de que seus próprios ativos conseguem gerar uma renda passiva sustentável e agregar valor à própria empresa, possibilitando uma maior capacidade de financiamento próprio, o que reduz a necessidade de capital de terceiros. O gráfico 16, calculado pelo Instituto Assaf (2020), apresenta a média história desse indicador entre todos os setores da economia, sendo que, para aplicá-lo a nomenclatura minskyana, basta verificar que ciclos de queda no ROE apontam para finanças especulativas, enquanto elevações denotam um ambiente mais robusto, remetendo a finanças *hedge*.

Gráfico 16 - ROE médio entre os setores da economia brasileira (%).



Fonte: Instituto Assaf (2020); Elaboração própria.

Inicia-se uma tendência de queda a partir de 2011, culminando em 2015 com baixa de -1,30%. Esse processo pode ser resultado da desvalorização cambial que a NME visava combater, que afetou os balanços de empresas em diversos setores (OREIRO, 2015). Em conjunto, a deterioração da dívida brasileira e o cenário político incerto de 2015 construiu um contexto de incerteza que trouxe impacto nos preços de ativos, conforme aponta o P/L médio desse ano, tendo como consequência um retorno reduzido sobre o patrimônio líquido, além do aumento na taxa Selic real, que afeta o controle de pagamento de encargos financeiros. Por causa disso, esse intervalo de cinco anos gera um ambiente especulativo até 2014 e Ponzi no ano seguinte. Nos três anos seguintes, a elevação do ROE pode ser resultado do processo de desalavancagem que Gala (2019) aponta, possibilitando a retomada de finanças *hedge*.

4. A TAXONOMIA DE MINSKY NO CENÁRIO ECONÔMICO BRASILEIRO

4.1. Listagem e contagem das taxonomias identificadas

Com base nas séries apresentadas ao longo da seção anterior, é preciso identificar e organizar os momentos do ciclo de Minsky (1986), sejam eles *hedge*, especulativa ou Ponzi. Para tanto, será apresentado uma tabela contendo a taxonomia de cada ano para todos os gráficos apresentados, de maneira que fique mais claro como a interação desses fomentou a predominância de determinada finança taxonômica no ambiente econômico brasileiro entre 2008 e 2019, com apresentação da porcentagem de cada estrutura financeira em um gráfico em seguida. Para fins organizacionais e para contração da lista, as estruturas foram abreviadas, sendo que finanças *hedge* são identificadas como “H”, especulativas como “E” e Ponzi como “P”.

É possível perceber pelo gráfico 17 que as finanças especulativas superaram as *hedges* apenas nos anos de 2011, 2012 e 2013 ao passo que essas predominaram na maioria do período, se impondo, principalmente, nos momentos de desaceleração econômica no Brasil, tendo em vista a redução paulatina do crédito, dos investimentos e da produção, em conjunto com a crise da dívida do país (BARBOSA FILHO, 2017). No que se refere aos momentos em que a conjuntura especulativa superou a conservadora, as principais forças motrizes para tanto foram o hiato positivo entre 2010 e 2014 e as quedas na taxa Selic real, especialmente no período em que a NME esteve em vigência (OREIRO, 2015)

A redução da oferta de crédito associada ao processo de desalavancagem dos agentes após 2015, por outro lado, foi um fator que impossibilitou que houvesse um novo ciclo de expansão no Brasil, ocorrendo principalmente pelo aumento do nível de endividamento das firmas e famílias após 2008, possibilitado pela forte expansão na oferta de linhas de financiamento em conjunto com quedas na taxa de juros devido (GALA, 2019) Esse processo ocorreu graças às políticas anticíclicas e expansionistas empregadas depois da crise do *subprime*, conforme aponta Oreiro (2015), que formaram as bases para que o investimento, em especial advindo do setor público, mantivesse um hiato aquecido entre 2010 e 2014. Entretanto a construção da bolha de crédito via financiamentos direcionados e do BNDES associada com a política fiscal expansionista da NME, uma política que visava manter a competitividade externa ao mesmo tempo que controlava as pressões inflacionárias domésticas, contribuiu para que esse contexto frágil e especulativo fosse construído, até o momento em que os balanços nacionais se deterioraram e a elevação da taxa de juros em

conjunto com o descongelamento de preços provocam uma série de choques que acarretam a crise brasileira de 2014 a 2015 (BARBOSA FILHO, 2017).

É possível perceber esse processo observando indicadores como o Índice de Basileia, em que as margens de segurança das instituições financeiras se deterioram principalmente de 2011 a 2015, em conjunto com um índice de cobertura de juros médio dos setores da economia cada vez menor em 2014 e 2015. Ademais, o ROE médio também passa a cair nesse mesmo período, indicando uma maior dependência de capital de terceiros para financiamentos, ao mesmo tempo em que ocorre elevações no múltiplo P/L entre 2012 e 2015, indicando uma cadeia de eventos que condiz com a HIF de Minsky (1986) e formando uma conjuntura propícia para finanças especulativas.

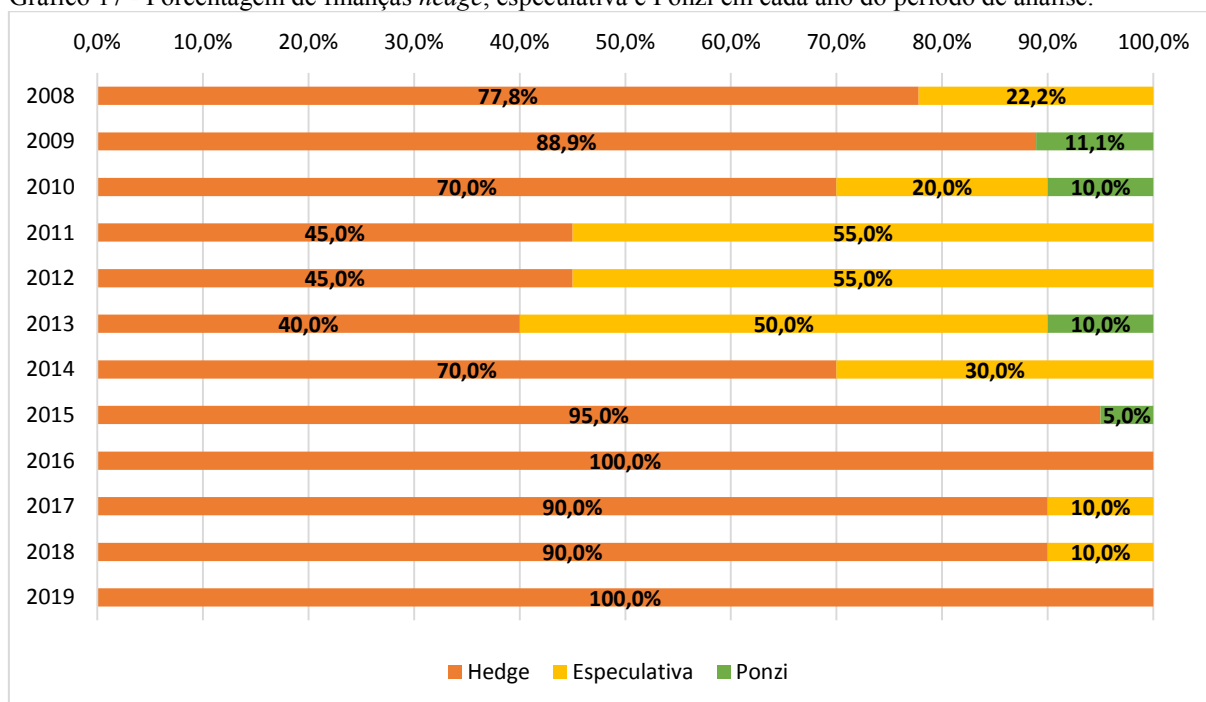
No que se refere ao período pós-crise de 2015, a manutenção de uma capacidade produtiva abaixo do potencial impede que pressões inflacionárias ocorram, permitindo que a taxa Selic real possa ser reduzida. Essas condições abrem espaço para que aqueles agentes que estavam com seus balanços desregulados, com muita alavancagem, possam se reestruturar, obtendo finanças mais saudáveis, processo explicado na obra de Minsky (1986). O aquecimento econômico é fator fundamental para que finanças especulativas existam e, por isso, a falta desse requisito auxilia na manutenção de um ambiente próprio para finanças *hedge*, especialmente de 2016 em diante.

Tabela 1 - Taxonomia de Minsky em cada ano para cada série apresentada.

Gráfico/Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Oscilação percentual do IBC-Br com ajuste sazonal (%)	H	H	P	H	H	E	H	H	H	E	H	H
Taxa Selic real (%)	H	H	H	H	E	E	H	H	H	H	H	H
Hiato do Produto (%)	H	H	H	E	E	E	H	H	H	H	H	H
Taxa de desocupação (PNADC) (%)	E	H	E	E	E	E	E	H	H	H	H	H
Formação Bruta de Capital Fixo (base: média 1995=100)	H	H	H	E	E	E	H	H	H	H	H	H
Taxa de crescimento do crédito direcionado (%)	H	P	H	E	E	E	H	H	H	H	H	H
Taxa de crescimento do crédito livre (%)	H	H	H	E	E	H	H	H	H	H	H	H
Taxa de crescimento de linhas de crédito do BNDES – Pessoas jurídicas (%)	H	P	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H
Taxa de crescimento de linhas de crédito do BNDES – Pessoas físicas (%)	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H
Spread médio das operações de crédito – Total (%)	H	H	E	E	H	E	E	H	H	H	H	-
Índice de Basileia (%)	H	H	H	E	E	P	H	H	H	H	H	H
Endividamento das famílias em relação a renda acumulada do ano anterior (%)	E	H	E	E	E	E	E	H	H	H	H	H
Endividamento oneroso (%)	H	H	H	H	H	H	E	H	H	H	H	-
EBITDA sobre despesas financeiras (ICJ - %)	H	H	H	E	H	H	E	H	H	H	H	-
Variação acumulada em 12 meses de recuperações judiciais requeridas (%)	H	H	H	H	E	E	H	H	H	H	H	H
Índice de Confiança do Empresário Industrial	-	-	H	H	H	H	H	H	H	E	E	H
Índice Nacional de Expectativas do Consumidor	-	-	H	H	H	H	H	H	H	H	E	H
Número de <i>Initial Public Offerings</i> (IPO's)	E	H	E	E	E	P	H	H	H	H	H	H
Histórico do múltiplo P/L médio do índice Bovespa	E	H	P	H	H	H	H	H	H	H	H	H
ROE médio entre os setores da economia brasileira (%)	H	H	H	E	E	E	E	P	H	H	H	-

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos dados apresentados ao longo do trabalho.

Gráfico 17 - Porcentagem de finanças *hedge*, especulativa e Ponzi em cada ano do período de análise.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados apresentados ao longo da seção 4.

5. CONCLUSÃO

Considerando os dados apresentados e políticas empregadas, entende-se que no caso brasileiro de 2008 a 2019 ocorreram processos de formação de fragilidades financeiras, bem como a eclosão de uma recessão que afetou as expectativas dos agentes e a capacidade que possuem de arcar com encargos financeiros. O emprego de medidas expansionistas e o fornecimento de crédito via setor público possibilitou a manutenção de uma economia aquecida até 2014, gerando estímulo para a formação bruta de capital fixo graças a uma taxa de juros em redução. Entretanto, nota-se que a combinação desses fatores acabou construindo um contexto de fragilidade financeira em alguns anos na perspectiva minskyana.

A crescente deterioração do país via política fiscal expansionista associado a um aumento no endividamento de firmas e famílias, haja vista a injeção creditícia pós crise do *subprime*, auxiliou na formação de uma bolha de crédito imobiliário e não imobiliário entre 2010 e 2014, conforme aponta Gala (2019), que acabaria implodindo com o aumento da taxa de juros e exacerbando fatores como a perda de competitividade devido à depreciação cambial. Em conjunto, ao longo da vigência da chamada Nova Matriz Econômica, o emprego errático da taxa de juros acabaria fomentando um contexto de incerteza (OREIRO, 2015), como respalda a redução das séries ICEI e INEC entre 2012 e 2015, afetando o processo de

decisão dos agentes. Reflexos desses movimentos podem ser vistos na queda do ROE médio dos setores no mesmo período, devido ao fato das empresas estarem operando muito alavancadas. Tais fatores abriram o espaço para que florescesse um contexto propício para finanças especulativas e Ponzi, especialmente nos anos de 2009 a 2014, período em que a interação entre alguns indicadores macro e micro econômicos possibilitaram a construção de tal ambiente.

Com a eclosão da crise brasileira, empresas e famílias dão início a um processo de desalavancagem (GALA, 2019), com o intuito de desonerar seus balanços e reestruturar elementos que possam trazer novas fragilidades às suas finanças, pois a elevação da taxa de juros, por exemplo, acabou expondo as fraquezas daqueles agentes que estavam muito expostos ao risco enquanto e com uma parcela maior do fluxo de caixa comprometido. Enquanto isso, no cenário político, as medidas tomadas pelos governos Temer e Bolsonaro, tais como o teto de gastos e a busca por reformas no cenário econômico brasileiro acalmam as incertezas, mas acabam reduzindo o nível de investimentos públicos e estagnando o crescimento do país.

Tal processo é melhor identificado com um hiato muito abaixo de sua capacidade de 2016 até 2019, indicando um período de pequena expansão econômica, conforme ressaltava Oreiro (2019), pois o governo não toma medidas para potencializar a demanda agregada, além de transferir iniciativas de investimento e estímulo econômico via linhas de crédito, por exemplo, para o setor privado, que tem se mostrado incapaz de sustentar um novo ciclo de investimento. Por causa da perda de dinamismo econômico após as tribulações enfrentadas em 2015 e o processo de reestruturação de balanços dos agentes, o ambiente que surge dessa interação de fatores é mais propício com finanças do tipo *hedge*, de acordo com a taxonomia de Minsky (1986).

Em suma, os quatro últimos anos do período estudado remetem a agentes em processo de recuperação financeira, em um ambiente *hedge* que ainda não possui o estímulo necessário pelo lado da demanda, do crédito, dos investimentos e da produtividade para reiniciar um novo ciclo de expansão. O mais recente incentivo para o crescimento econômico ocorreu de 2009 a 2014, via queda na taxa de juros e política fiscal expansionista com fornecimento de crédito via setor público para fomentar os investimentos e aquecer a produção nacional. Entretanto, tal processo gerou fragilidade financeiras, criando um ambiente especulativo que trouxe consequências negativas, conforme apontam os níveis de recuperações judiciais requeridas apresentados em 2009, 2012 e 2013.

6. REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Rogério P. de. **A construção do conceito de incerteza: uma comparação das contribuições de Knight, Keynes, Shackle e Davidson.** Nova Economia, v. 21, n. 2, p. 171-195, 2011.
- B3 (2020). **Ofertas públicas.** Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/sobre-ofertas-publicas/>. Acesso em 13 de agosto de 2020.
- B3 (2020). **Empresas listadas.** Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 24 de março de 2020.
- BACEN (2018). **Aspectos metodológicos e comparações dos comportamentos do IBC-Br e do PIB.** Estudo Especial nº 3/2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/Metodologia_ibc-br_pib_estudos_especiais.pdf>. Acesso em 13 de agosto de 2020.
- BACEN (2020). **Glossário – Estatísticas monetárias e de crédito.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/docs_estatisticasmonetariascredito/glossariocredito.pdf>. Acesso em 26 de julho de 2020.
- BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. **A Hipótese da Instabilidade Financeira e suas Implicações para a Ocorrência de Ciclos Econômicos.** Revista de Economia Contemporânea, v.14, n.1, p. 27-60, 2010.
- BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. **A crise econômica de 2014/2017.** Estudos Avançados, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.
- BARBOSA FILHO, F.; PESSÔA, P. **Desaceleração veio da Nova Matriz e não do Contrato Social.** Ensaios IBRE da Economia Brasileira – II, Rio de Janeiro: Elsevier, p. 1-29, 2015.
- BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. **A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo.** Economia e sociedade, v. 21, n. SPE, p. 779-810, 2012.
- BCB (2020). **I001 - Índice de Basileia (B1B2).** SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=21424>>. Acesso em 25 de março de 2020.
- BCB-Demab (2020). **Taxa de juros – Selic acumulada no mês anualizada base 252.** SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=4189>>. Acesso em 25 de março de 2020.
- BCB-Depec (2020). **Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses.** Portal de Dados Abertos, Banco

Central. Disponível em: <<https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/19882-endividamento-das-familias-com-o-sistema-financeiro-nacional-em-relacao-a-renda-acumulada-dos>>. Acesso em 13 de agosto de 2020.

BCB-Depec (2020). **Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) – com ajuste sazonal**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=24364>>. Acesso em 25 de março de 2020.

BCB-DSTAT (2020). **Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=19882>>. Acesso em 25 de março de 2020.

BCB-DSTAT (2020). **Saldo da carteira de crédito com recursos direcionados em relação ao PIB**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=20628>>. Acesso em 25 de março de 2020.

BCB-DSTAT (2020). **Saldo da carteira de crédito com recursos direcionados – Pessoas físicas – Financiamento de investimentos com recursos do BNDES**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=20614>>. Acesso em 25 de março de 2020.

BCB-DSTAT (2020). **Saldo da carteira de crédito com recursos direcionados – Pessoas jurídicas – Financiamento de investimentos com recursos do BNDES**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=20602>>. Acesso em 25 de março de 2020.

BCB-DSTAT (2020). **Saldo da carteira de crédito com recursos livres em relação ao PIB**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=20625>>. Acesso em 25 de março de 2020.

CHICK, Victoria et al. **Cassandra as Optimist**. In R. Bellofiore and P. Ferri (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, Cheltenham: Edward Elgar, 2001, p. 35-46.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (2020). **ICEI – Índice de Confiança do Empresário Industrial**. Disponível em:

<<https://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/icei-indice-de-confianca-do-empresario-industrial/>>. Acesso em 24 de março de 2020.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (2020). **Metodologia | ICEI – Índice de Confiança do Empresário Industrial**. Disponível em: <https://bucket-gw-cni-static-cms-si.s3.amazonaws.com/media/filer_public/7a/33/7a330590-b3a8-42f4-a52b-83a025b3caad/metodologia_icei_mar2020.pdf>. Acesso em 13 de agosto de 2020.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (2020). **INEC – Índice Nacional de Expectativas do Consumidor**. Disponível em: <<https://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/inec-indice-nacional-de-expectativa-do-consumidor/>>. Acesso em 24 de março de 2020.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (2020). **Metodologia | INEC – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor**. Disponível em: <https://bucket-gw-cni-static-cms-si.s3.amazonaws.com/media/filer_public/00/55/0055e884-5a6a-448b-a79a-744acfd252e7/inec_indicenacionaldeexpectativadoconsumidor_metodologia_versao_2_0.pdf>. Acesso em 13 de agosto de 2020.

CRUZ, ADRIANA INHUDES GONÇALVES DA et al. **A economia brasileira: conquistas dos últimos 10 anos e perspectivas para o futuro**. BNDES, 2012. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/961>>. Acesso em 5 de maio de 2020.

DOW, Sheila. **The Psychology of Financial Markets: Keynes, Minsky and Emotional Finance**. In Dimitri B. Papadimitriou and L. Randall Wray (eds), *The Elgar Companion to Hyman Minsky*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd, 2010, pp. 246-62.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito**. Estudos Avançados, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

GALA, Paulo. **O Peso das dívidas na recuperação econômica brasileira**. Valor Econômico, v. 9, n. 08, 2019. Disponível em: <<https://www.paulogala.com.br/o-peso-das-dividas-na-recuperacao-economica-brasileira/>>. Acesso em 26 de julho de 2020.

IBGE (2020). **Desemprego**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php#:~:text=Provavelmente%2C%20voc%C3%AA%20j%C3%A1%20ouviu%20falar,de%20trabalho%20que%20est%C3%A3o%20desempregadas.>>. Acesso em 12 de agosto de 2020.

IBGE (2020). **Índice nacional de preços ao consumidor – amplo (IPCA) – em 12 meses**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=13522>>. Acesso em 25 de março de 2020.

IBGE (2020). **Taxa de desocupação - PNADC**. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarmetadados/consultarMetadadosSeries.do?method>>

=consultarMetadadosSeriesInternet&hdOidSerieSelecionada=24369>. Acesso em 25 de março de 2020.

INSTITUTO ASSAF (2019). **Critérios e Simbologia para Indústria, Comércio e Serviços**. Disponível em: <<http://institutoassaf.com.br/criterios-e-simbologia-para-industria-comercio-e-servicos/>>. Acesso em 15 de julho de 2020.

INSTITUTO ASSAF (2020). **Indicadores Anuais para Bancos**. Disponível em: <<http://institutoassaf.com.br/indicadores-e-demonstracoes-financeiras/indicadores-para-bancos/indicadores-aneais-para-bancos/>>. Acesso em 02 de julho de 2020.

INSTITUTO ASSAF (2020). **Indicadores de Desempenho e Valor de Balanços – Metodologia 2000 a 2016**. Disponível em: <<https://institutoassaf.com.br/indicadores-e-demonstracoes-financeiras/metodologia-2000-a-2016/indicadores-de-desempenho-e-valor-de-balancos/>>. Acesso em 02 de julho de 2020.

INSTITUTO ASSAF (2020). **Indicadores de Desempenho e Valor de Balanços – Nova Metodologia**. Disponível em: <<https://institutoassaf.com.br/indicadores-e-demonstracoes-financeiras/nova-metodologia/indicadores-de-desempenho-e-valor-de-balancos/>>. Acesso em 02 de julho de 2020.

IPEADATA (2020) – **Indicador IPEA de FBCF – Janeiro de 2020**. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/tag/indicador-ipea-mensal-de-fbcf/>>. Acesso em 24 de março de 2020.

IPEADATA (2020) – **Indicador IPEA de Hiato do Produto – 3º Trim./2019**. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/12/19/indicador-ipea-de-hiato-do-produto-3o-trim-2019/>>. Acesso em 24 de março de 2020.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda [1936]**. Os Economistas. Disponível em: <<http://www.afoiceemartelo.com.br/posfsa/Autores/Keynes,%20John/Keynes,1992>>. Acesso em 09 de junho de 2020.

KEYNES, John Maynard. **A Treatise on Probability**. MacMillan and Company, limited, 1921.

KEYNES, John Maynard. **Essays on Persuasion, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume IX**. MacMillan, St. Martins Press, for the Royal Economic Society, London and Basingstoke, 1972.

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment**. The Quarterly Journal of Economics, February. *The collected writings of John Maynard Keynes*, v. 14, p. 109-123, 1937.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, Pênicos e Crises**. Saraiva Educação SA, 2017.

LACERDA, Antonio Corrêa de. **Dinâmica e evolução da crise: discutindo alternativas**. Estudos Avançados, v. 31, n. 89, p. 37-49, 2017.

LIMA, Thaís Damasceno; DEUS, Larissa Naves. **A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira**. Revista Cadernos de Economia, v. 17, n. 32, p. 52-65, 2013.

MARCATO, Marília Bassetti. **Microfundamentos: Hyman P. Minsky e os modelos de fragilidade financeira**. Revista de Economia, v. 40, n. 2, 2014.

MINSKY, Hyman P.; KAUFMAN, H **Stabilizing an Unstable Economy [1986]**. New York: McGraw-Hill, 2008.

MINSKY, Hyman P. **The financial instability hypothesis**. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, n. 74, 1992. Disponível em: <<http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf>>. Acesso em 31 de outubro de 2019.

OCEANS14. **Histórico P/L Bovespa**. Disponível em: <<https://www.oceans14.com.br/acoes/historico-pl-bovespa>>. Acesso em 6 de junho de 2020.

OREIRO, José Luís; DE PAULA, Luiz Fernando (2019). **A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: Uma avaliação preliminar**. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/336147850_A_economia_brasileira_no_governo_Temer_e_Bolsonaro_uma_avaliacao_preliminar>. Acesso em 15 de junho de 2020.

OREIRO, José Luis. **Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: A evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014)**. Revista Politika, Rio de Janeiro, p. 16-33, 2015. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/277234315_Do_Tripe_Macroeconomico_ao_Fracasso_da_Nova_Matriz>. Acesso em 6 de junho de 2020.

REIS, Tiago (2018). **Hiato recessivo: entenda o que é este conceito macroeconômico**. Suno Research. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/hiato-recessivo/>>. Acesso em 10 de agosto de 2020.

REIS, Tiago (2018). **Inflação: o que é, quais seus efeitos e como se proteger dela?** Suno Research. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/inflacao/>>. Acesso em 28 de junho de 2020.

REIS, Tiago (2018). **Taxa de juros real: entenda o que é essa taxa e como ela atua na economia**. Suno Research. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/taxa-de-juros-real/>>. Acesso em 28 de junho de 2020.

REIS, Tiago (2017). **Taxa Selic: o que é, quanto ela rende e qual a sua cotação hoje?** Suno Research. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/taxa-selic/>>. Acesso em 11 de agosto de 2020.

SERASA EXPERIAN (2020). **Falências, Recuperações Judiciais e Concordatas**. Disponível em: <<https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/indicadores-economicos>>. Acesso em 01 de junho de 2020.

SOUZA JÚNIOR, José Ronaldo de Castro; CAETANO, Sidney Martins. **Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária e da capacidade de crescimento da economia brasileira**. Texto para Discussão, 2013. Disponível em:

<https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=20259>. Acesso em 11 de agosto de 2020.

TEIXEIRA, Tarcisio. **A recuperação judicial de empresas**. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, p. 181-214, 2012.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MIAGUTI, Caroline; MARTINS, Norberto. **Minsky e a Fragilidade Financeira das Distribuidoras do Setor Elétrico Brasileiro**. Revista de Economia Contemporânea, v. 22, n. 3, 2018.

VALOR EDUCAÇÃO (2020). **O que é e como avaliar o múltiplo P/L de uma empresa?** Disponível em: < <https://valoreducacao.com.br/o-que-e-e-como-avaliar-o-multiplo-p-l-de-uma-empresa/>>. Acesso em 13 de agosto de 2020.

WAINBERG, Rodrigo. **Índice de basileia: descubra como analisar ações de bancos**. Suno Research. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/indice-de-basileia/#o>. Acesso em 05 de julho de 2020.

WOLFFENBÜTTEL, Andréa. **O que é? – Formação Bruta de Capital Fixo**. Ipea, 2004. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2045:catid=28&Itemid=23>. Acesso em: 13 de março de 2020.