



UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - ICSA  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA (DEECO)



THAIS GALDINO

Os bancos públicos e sua atividade comercial após 2015: análise dos balanços patrimoniais do Banco do Brasil(BB) e da Caixa Econômica Federal(CEF)

Mariana, MG

2019



UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - ICSA  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA (DEECO)



THAIS GALDINO

Os bancos públicos e sua atividade comercial após 2015: análise dos balanços patrimoniais do Banco do Brasil (BB) e da Caixa Econômica Federal (CEF)

Trabalho de conclusão de curso apresentado como exigência para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Ouro Preto sob orientação da Prof. Ms. Carolina Rodrigues Fonseca.

Área de concentração: Economia Monetária e Financeira.

Mariana, MG

2019

G149b

Galdino, Thais.

Os bancos públicos e sua atividade comercial após 2015 [manuscrito]: análise dos balanços patrimoniais do Banco do Brasil (BB) e da Caixa Econômica Federal (CEF) / Thais Galdino. - 2019.

73f.: il.: color; grafs; tabs; Quadros.

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. MSc<sup>a</sup>. Carolina Rodrigues Fonseca.

Monografia (Graduação). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Econômicas e Gerenciais.

1. Bancos estatais - Teses. 2. Banco do Brasil - Teses. 3. Caixa Econômica Federal (Brasil) - Teses. 4. Balanço (Contabilidade) - Teses. I. Fonseca, Carolina Rodrigues. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU: 336.7

Catálogo: [ficha.sisbin@ufop.edu.br](mailto:ficha.sisbin@ufop.edu.br)



## FOLHA DE APROVAÇÃO

**Thais Galdino**

**Os bancos públicos e sua atividade comercial após 2015: análise dos balanços patrimoniais do Banco do Brasil (BB) e da Caixa Econômica Federal (CEF)**

Membros da banca

Carolina Rodrigues Fonseca- Mestre - UFOP  
Mirian Aparecida Rocha - Doutora - UFOP  
Marcos Antônio da Silva - Mestre - UFOP

Versão final

Aprovado em 19 de dezembro de 2019

De acordo

Carolina Rodrigues Fonseca



Documento assinado eletronicamente por **Carolina Rodrigues Fonseca**,  
**PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 19/12/2019, às 08:38,  
conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do  
[Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site  
[http://sei.ufop.br/sei/controlador\\_externo.php?  
acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0) , informando o código  
verificador **0029474** e o código CRC **0632A028**.

**Referência:** Caso responda este documento, indicar expressamente o Processo nº  
23109.204159/2019-15

SEI nº  
0029474

R. Diogo de Vasconcelos, 122, - Bairro Pilar Ouro Preto/MG, CEP 35400-000  
Telefone: - www.ufop.br

## RESUMO

As instituições financeiras públicas em economias em desenvolvimento como a brasileira, tem retomado papel de destaque na dinâmica do crescimento econômico desde a crise financeira de 2008. Deste modo, frente a instrumentalização dos bancos públicos na política econômica nacional durante o período de 2008 a 2014, o presente trabalho propôs o estudo microeconômico dos balancetes bancários das instituições financeiras públicas. Neste sentido, o presente estudo trabalhou com a hipótese de que mesmo não estando condicionados a um cenário de uso dos bancos estatais como instrumentos de implementação da política econômica, como ocorreu durante a Nova Matriz Econômica (NME), tais instituições mantiveram em sua estrutura patrimonial uma tendência para o aperfeiçoamento de um comportamento comercial. A partir disto, o objetivo principal do trabalho foi verificar as alterações na estrutura patrimonial dos bancos públicos Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF) no período após o esgotamento dos pressupostos da NME entre 2015 a 2018. Desta forma, através da análise dos balancetes bancários do BB e da CEF, verificou-se alterações na estrutura patrimonial de tais instituições com o esgotamento da NME a partir de 2015.

Palavras-chave: bancos estatais, balanços, Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF).

## ABSTRACT

Public financial institutions in developing economies, such as Brazil, have regained a prominent role in the dynamics of economic growth since the financial crisis of 2008. Thus, given the instrumentalisation of public banks in national economic policy during the period from 2008 to 2014, the present study proposed the microeconomic study of the banking balance sheets of public financial institutions. In this sense, the present study worked with the hypothesis that even though they were not conditioned to a scenario of using public banks as instruments to implement economic policy, as occurred during the Nova Matriz Econômica (NME), such institutions maintained in their asset structure a trend towards the improvement of a commercial behavior. Based on this, the main objective of the study was to verify the changes in the asset structure of public banks Banco do Brasil (BB) and Caixa Econômica Federal (CEF) in the period after the exhaustion of the NME assumptions between 2015 and 2018. Thus, through the analysis of the bank balance sheets of BB and CEF, there were changes in the asset structure of these institutions with the depletion of NME from 2015.

Keywords: state banks, balance sheets, Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF).

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Índice de preços internacionais de commodities: geral (base jan.2002 = 100).....	26
Gráfico 2 - Total de exportações e importações do Mundo (2007-2012) .....	27
Gráfico 3 - Total de importações e exportações do Brasil com o Mundo (2007-2012).....	28
Gráfico 4 - Operações de crédito do sistema financeiro, por propriedade do capital (R\$, milhões). 30	
Gráfico 5 - Histórico das Taxas de juros básica Selic, entre outubro de 2010 e outubro de 2015 ....	35
Gráfico 6 - Resultado Primário do Governo Central Ajustado <sup>1</sup> - % do PIB .....	41
Gráfico 7 - Dívida líquida do setor público e dívida bruta do governo geral entre janeiro/2008 e dezembro/2016, em % do PIB.....	42
Gráfico 8 – Formação Bruta de Capital Fixo - Variação em volume (% a.a.) entre 2006 e 2016.....	43
Gráfico 9 - Necessidade de financiamento do setor público: resultado nominal, juros nominais e resultado primário em proporção ao PIB, de janeiro de 2009 a dezembro de 2018.....	47
Gráfico 10 - Principais contas do Ativo do BB em relação ao percentual da conta no Ativo Total .	58
Gráfico 11 - Principais contas do Passivo do BB em relação ao percentual da conta no Passivo Total .....	60
Gráfico 12 - Principais contas do Ativo da CEF em relação ao percentual da conta no Ativo Total	63
Gráfico 13 - Principais contas do Passivo da CEF em relação ao percentual da conta no Passivo	
Total .....	64

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxa de crescimento real dos gastos públicos*.....	38
Tabela 2 - Gasto Público Primário Federal, em % do PIB* .....	39
Tabela 3 - Evolução das Outras Despesas Correntes, em % do PIB .....	40
Tabela 4 - Taxa média real de crescimento por períodos selecionados* .....	40



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estrutura do Balanço Patrimonial dos bancos no Brasil de acordo com o Plano Cosif .. 54

## ABREVIATURAS E SIGLAS

**a.a.** – Ao ano

**a.m.** – Ao mês

**BB** – Banco do Brasil

**BCB** – Banco Central do Brasil

**BNDES** – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

**BNH** – Banco Nacional de Habitação

**BP's** – Bancos Públicos

**CDB** – Certificado de Depósito Bancário

**CEF** – Caixa Econômica Federal

**CMN** – Conselho Monetário Nacional

**Copom** – Comitê de Política Monetária

**Cosif** – Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional

**CLT** – Consolidação das Leis Trabalhistas

**EC** – Emenda Constitucional 95

**EUA** – Estados Unidos da América

**FHC** – Fernando Henrique Cardoso

**MCMV** – Minha Casa Minha Vida

**NME** – Nova Matriz Econômica

**PAC** – Programa de Aceleração do Crescimento

**P&D** – Pesquisa e Desenvolvimento

**Proer** – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

**Proes** – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária

**PIS** – Programa de Integração Social

**PPI** – Programa de Parceria de Investimentos

**SM** – salário mínimo

**sem.** – Semestre

**SBPE** – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

**SELIC** – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

**SFH** – Sistema Financeiro Habitacional

**SFN** – Sistema Financeiro Nacional

**SFN's** – Sistemas Financeiros Nacionais

**STN** – Secretaria do Tesouro Nacional

**TJLP** – Taxa de Juros a Longo Prazo

**trim.** – Trimestre

**WTO** – World Trade Organization

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	12
2. OS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL: CONFORMAÇÃO, ATUAÇÃO E PRINCIPAIS TRANSFORMAÇÕES NOS ANOS 1990. ....	14
2.1. O papel dos bancos públicos .....	14
2.2. Transformações nos BP's brasileiros a partir dos anos 1990 .....	19
3. CONJUNTURA ECONÔMICA E POLÍTICA ECONÔMICA DE 2008 - 2018.....	24
3.1. Desdobramentos da crise internacional: 2008-2010 .....	24
3.2. Mudanças de diretrizes na política econômica : 2011-2014 .....	33
3.3. Crise econômica: 2015-2018.....	45
4. ANÁLISE DO AJUSTE DO PORTFÓLIO DOS BANCOS PÚBLICOS ENTRE 2015 E 2018: DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO BB E CEF.....	52
4.1. As demonstrações contábeis no Brasil .....	54
4.1.1. Contas do Ativo.....	55
4.1.2. Contas do Passivo.....	56
4.2. Banco do Brasil (BB).....	57
4.3. Caixa Econômica Federal (CEF).....	62
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	67
REFERÊNCIAS .....	69

## 1. INTRODUÇÃO

O uso dos bancos públicos federais, a nível regional e nacional, como instrumento na implantação e desenvolvimento das políticas anticíclicas adotadas pós-crise 2008 foi preponderante para a manutenção do acesso ao crédito e da atividade econômica no Brasil. Neste sentido, autores como Carvalho e Tepassê (2010), afirmam que o caráter comercial dos bancos públicos no Brasil, através do comprometimento de seus passivos com a captação de recursos via mercado ou pelos depósitos de disponibilidades e poupança dos tomadores de recursos, foi intensificado devido os desdobramentos decorrentes da política econômica adotada após 2008.

Com a implantação a partir de 2011 da Nova Matriz Econômica (NME), as instituições financeiras públicas foram novamente utilizadas como instrumento para a implementação dos estímulos governamentais (BARBOSA FILHO, 2017). Sendo assim, diante das características pertinentes aos bancos públicos, bem como as particularidades encontradas nas instituições financeiras públicas no Brasil, emerge-se a seguinte questão: os bancos públicos federais mantiveram seu caráter comercial, com atuação semelhante aos bancos comerciais, após o esgotamento do modelo de crescimento proposto pela NME, em especial a partir do ano de 2015 quando há a reversão dos pressupostos da NME na política econômica brasileira?

É a partir do levantamento desta questão, que o presente estudo trabalhou com a hipótese central de que os bancos públicos federais, apesar de não estarem condicionados a uma política econômica exclusivamente anticíclica, como nos períodos após a crise financeira mundial de 2008 e com a NME – que podem ser entendidos como determinantes para que tais instituições reforcem seu caráter comercial – ainda preservam de acordo com a sua estrutura patrimonial, uma tendência para o aperfeiçoamento de um comportamento comercial semelhante aos das instituições privadas. Neste sentido, o principal objetivo deste trabalho foi verificar a partir da estrutura patrimonial dos bancos públicos federais com carteira comercial que possuem agências de atendimento ao público em todo o território nacional, especificamente os bancos públicos federais Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF) entre o período de 2015 a 2018, as alterações no portfólio de tais instituições, frente ao esgotamento do modelo de crescimento econômico da NME pautado no uso extensivo dos bancos públicos como ofertantes de crédito.

Para se concretizar o objetivo principal do presente trabalho, buscou-se de forma objetiva específica realizar a caracterização dos bancos públicos federais, destacando-se a relevância da atividade comercial na atuação dos mesmos por meio do indicador de participação dos depósitos como fontes de recursos. Através da identificação das políticas econômicas, que no período proposto pela pesquisa determinaram as atividades nos bancos públicos federais, o presente trabalho realizou por meio da comparação sob o ponto de vista microeconômico (estudo dos balancetes) as estratégias dos bancos públicos no tocante às suas principais operações (a saber, crédito e financiamentos setoriais, títulos e valores mobiliários, operações interfinanceiras de liquidez, operações compromissadas, entre outras operações).

Sendo assim, a partir do levantamento teórico, o trabalho encontra-se estruturado através desta introdução, duas seções de fundamentos teóricos, apresentação da pesquisa empírica e considerações finais. A primeira seção de fundamentos teóricos, aborda os aspectos que constituem o que são os bancos públicos, bem como as diferenças que estabelecem as ações das instituições públicas e privadas. Na segunda seção de elementos teóricos, são abordados por meio da caracterização das políticas econômicas desenvolvidas pelo governo federal, as nuances do cenário nacional e internacional que podem ser compreendidas como fatores determinantes para o desempenho observado na atividade econômica brasileira.

Para esta análise comportamental da economia brasileira, optou-se por descrever as principais medidas e resultados entre os períodos de 2008 a 2011 (devido às ações anticíclicas desenvolvidas frente aos efeitos da crise financeira mundial de 2008) e entre 2012 e 2018 (período pós implementação das diretrizes da NME). Nesta seção, são apresentadas também as práticas desenvolvidas nas instituições bancárias públicas que representam a lógica anticíclica desenvolvida entre 2008 e 2011.

A terceira seção deste trabalho apresenta a pesquisa empírica realizada através da análise microeconômica das estruturas patrimoniais das instituições bancárias públicas entre o período de 2015 a 2018. Nesta pesquisa buscou identificar a presença de uma inclinação para a manutenção do caráter comercial das instituições bancárias públicas, após o esgotamento do modelo de crescimento que tinha como um de seus principais alicerces o uso exclusivo dos BP na oferta creditícia. Por fim, na quarta seção apresentam-se as considerações finais sobre o trabalho desenvolvido.

## 2. OS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL: CONFORMAÇÃO, ATUAÇÃO E PRINCIPAIS TRANSFORMAÇÕES NOS ANOS 1990.

A presença de um Sistema Financeiro Nacional (SFN) sólido e organizado é um dos principais pilares para que o desenvolvimento econômico de um país possa ser alcançado. Isto porque o desenvolvimento econômico é um processo denotado de incertezas e riscos no que tange o financiamento para a execução e maturação de investimentos em atividades econômicas, que além de proporcionarem o crescimento econômico desejado sejam capazes de gerar ganhos qualitativos para os países.

Neste sentido, as instituições bancárias, sejam elas públicas ou privadas, desempenham papel essencial na dinâmica do desenvolvimento econômico dos países, pelo fato de que a sua atuação pode auxiliar no financiamento de tal processo socioeconômico. Em países em desenvolvimento, como o Brasil, as instituições bancárias públicas têm exercido papel preponderante no que se refere ao financiamento do desenvolvimento, em especial nas atividades ligadas ao processo de financiamento.

Sendo assim, a presente seção tem como objetivo apresentar os conceitos teóricos que explicitam a funcionalidade dos Bancos Públicos (BP's). Para isto, a presente seção está elaborada em duas subseções, além desta introdução. A primeira subseção aborda os fundamentos teóricos que balizam a funcionalidade dos BP's em um SFN, salientando através das delimitações conceituais presente na literatura os principais pontos de atuação que a referida instituição tem no financiamento do desenvolvimento. A segunda subseção tem como foco apresentar as transformações advindas de políticas e decisões governamentais pelas quais os BP's passaram a partir dos anos 1990.

### 2.1.O papel dos bancos públicos

A atuação do Estado por meio da criação e administração de instituições financeiras públicas no SFN, é um dos tópicos da literatura econômica que possui distintas visões e elucidações, principalmente no tocante ao tipo de papel que tais instituições devem ter na dinâmica do crescimento e desenvolvimento econômico. Na perspectiva histórica a importância das instituições financeiras públicas na dinâmica econômica, durante o século XX, tem como uma de suas principais referências as décadas seguintes à Segunda Guerra

Mundial (SGM), durante os anos de 1950 a 1970, pois a partir do consenso keynesiano houve o estabelecimento de grande concentração do capital público na formação dos bancos tanto em países desenvolvidos como nos em desenvolvimento (DEOS; MENDONÇA, 2010).

Diante das consideráveis controvérsias acerca do debate teórico sobre os bancos públicos na dinâmica econômica, emergem-se três principais abordagens que trazem elucidacões acerca do papel dos BP's nas economias capitalistas (ARAÚJO; CINTRA, 2011; DEOS; MENDONÇA, 2010; HERMANN, 2010). A abordagem entendida como visão convencional tem como premissa que a atuação dos BP's é geradora de repressão financeira – fenômeno apresentado a partir da perspectiva do modelo Shaw-McKinnon, no qual a atuação dos BP's em mercados livres, seguindo-se os pressupostos da hipótese de mercados eficientes, resultaria em um equilíbrio menos eficiente devido a imposição de uma taxa de juros via política financeira que levaria a distorções nas taxas de juros de equilíbrio praticadas (HERMANN, 2010). Isto porque ao se relegar ao:

“[...] ao mercado financeiro o papel de intermediar e transferir recursos das unidades superavitárias, compostas pelos agentes poupadores – que respondem pela oferta de fundos de empréstimo –, para as unidades deficitárias, representadas pelos agentes que consomem mais do que poupam ou investem mais do que poupam – e por isso demandam fundos de empréstimo. A taxa de juros, nesta abordagem, deve ser flexível o suficiente para equilibrar a oferta e a demanda de fundos de empréstimo” (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 10).

Sendo assim, a intervenção estatal nos mercados financeiros deve ser evitada, pois a repressão financeira desencadearia desestímulo para o acúmulo de poupança, e consequentemente investimentos, pois a economia estaria dotada de uma taxa de juros artificial inferior as de equilíbrio (ARAÚJO; CINTRA, 2011; HERMANN, 2010). Assim, pode-se depreender que uma política intervencionista, que tenha os BP's como instrumento para sua implementação, geraria desperdício de recursos públicos e distorções no mercado.

Através disto o modelo Shaw-McKinnon, de acordo com Hermann(2010) e Araújo e Cintra(2011), compõe os fundamentos teóricos da liberalização dos mercados financeiros, fundamentos tais que orientam que a ação estatal deve se restringir a supervisão e não regulamentação do setor, onde o sistema jurídico seja eficiente ao garantir o direito à propriedade e o cumprimento de contratos, bem como a manutenção de fundamentos macroeconômicos em equilíbrio como a estabilidade monetária e cambial, por exemplo(HERMANN, 2011).

A partir desta abordagem torna-se compreensível a reversão da leitura sobre as instituições financeiras públicas como agentes econômicos na dinâmica das economias



capitalistas, que ocorreu a partir do estabelecimento do consenso de Washington nas décadas de 1980 e 1990. Esta constatação se torna evidente a partir do diagnóstico realizado por instituições multilaterais – como o Banco Mundial (BM), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) – quanto a eficiência das instituições financeiras públicas durante os anos 1990. Isto porque, de acordo com as críticas levantadas por estas instituições multilaterais o uso de recursos públicos em empréstimos com baixa lucratividade, era uma das raízes do lento e frágil desenvolvimento econômico; pois quando comparado com bancos privados, o fato dos BP's não seguirem a racionalidade do mercado levavam a índices microeconômicos de rentabilidade aquém do observado no setor privado, levando a transformação dos BP's em instituições financeiras públicas ineficientes e geradoras de caos fiscal para seus referidos governos (DEOS; MENDONÇA, 2010).

Por sua vez, a abordagem baseada no enfoque keynesiano prega a ampla atuação do Estado no sistema financeiro, tendo como principais características nesta atuação governamental medidas de regulamentação que limitem a livre escolha das instituições na alocação e custos dos recursos (ARAÚJO; CINTRA, 2011; HERMANN, 2010). Tal atuação, na visão keynesiana, parte do princípio de demanda efetiva onde o emprego e a renda dependem dos gastos autônomos em investimento; contrapondo-se a concepção defendida na visão convencional da causalidade da poupança para o investimento (ARAÚJO; CINTRA, 2011).

A partir do enfoque keynesiano, o investimento:

“depende das decisões dos empresários, tendo por base o retorno esperado dos ativos de capital e o seu financiamento, em um sistema de moeda fiduciária no qual os bancos têm a prerrogativa de criar moeda escritural – a partir de uma operação meramente contábil – é função da preferência pela liquidez. Ou seja, depende da disposição dos bancos em mobilizar os recursos iniciais para o empresário financiar o investimento. Uma vez implementado, o investimento, pelo efeito multiplicador, geraria uma renda, parte da qual seria destinada à poupança, exatamente na mesma proporção do investimento inicial.” (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 11).

Portanto, o intervencionismo estatal no mercado financeiro, a partir da atuação dos BP's se justificam, pois a presença destas instituições financeiras de caráter público estaria ligada a ações de supervisão em conjunto com a regulação financeira, no sentido de impor limites de juros para operações específicas, exercendo a concessão de incentivos ou desincentivos tributários para operações específicas, orientando programas de crédito direcionado a setores designados com operações desenvolvidas por instituições financeiras

privadas ancoradas em regras definidas, e por fim na implementação de políticas de crédito direcionado com recursos exclusivamente públicos e a criação dos BP's, de modo a permitir a facilitação no processo de expansão da poupança gerada através do consumo impulsionado pelo investimento (ARAÚJO; CINTRA, 2011; HERMANN, 2010).

A abordagem que considera a existência de falhas de mercado, considerando especificamente o caso dos mercados financeiros, de acordo com Araújo e Cintra (2011), trabalha com a hipótese de incompletude de mercados<sup>1</sup>, onde “um mercado é dito incompleto quando algum(ns) segmento(s) teoricamente possível(is) é (são), na prática, inexistente, seja por desinteresse do lado da oferta, seja por desinteresse do lado da demanda” (HERMANN, 2010, p. 10). Nesta abordagem, a atuação dos BP's se justificaria, de acordo com o pressuposto por Stiglitz (1993 apud ARAÚJO; CINTRA, 2011) pelo fato de que:

“em economias menos desenvolvidas, os mercados financeiros são incompletos: os mercados de capitais são incipientes e os mercados acionários, muitas vezes, inexistentes. Os bancos privados, por sua vez, tendem a privilegiar os empréstimos de curto prazo, desinteressando-se daqueles projetos que, embora tenham um alto retorno social, têm baixa rentabilidade privada e elevado risco. Esta situação justificaria a intervenção governamental.” (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 11).

A perspectiva da abordagem baseada na existência de falhas de mercado desconsidera a presença de repressão financeira, pelo fato de que um ambiente permeado por assimetria de informação, por exemplo, colocaria em cheque o processo de alocação de recursos assentado exclusivamente nos preços (STIGLITZ, 1993 apud ARAÚJO; CINTRA, 2011). Por este ângulo, a presença dos BP's na economia, de acordo com Araújo e Cintra (2011) passa a ser vista como uma alternativa plausível no alcance de resultados que corroborem para o crescimento e conseqüentemente desenvolvimento econômico.

Diante do exposto de cada abordagem sobre o papel dos BP's na dinâmica do crescimento e desenvolvimento econômico, é possível se observar na literatura econômica alguns pressupostos sobre as condições de funcionalidade dos BP's para o desenvolvimento econômico. De modo geral, os referidos pressupostos apresentados a seguir têm-se a hipótese de mercado incompleto no qual os BP's têm como foco de sua atuação a provisão de crédito a setores estratégicos para o desenvolvimento econômico que não recebam oferta

---

<sup>1</sup> De acordo com Hermann (2011), custos de transação, custo e assimetria de informação, externalidades positivas e negativas, mercados incompletos e concorrência imperfeita podem ser considerados como falhas de mercado, sendo as duas últimas características apresentadas de caráter circunstancial e passíveis de interferência específica.

do mercado, porém estes recursos não podem ser inibidores do investimento (HERMANN, 2010).

Partindo-se da concepção de que “[...]o desenvolvimento econômico envolve investimentos em setores, produtos e/ou processos produtivos novos, o que tende a torná-lo um processo marcado por grandes incertezas e elevados custos[...]” (HERMANN, 2010, p. 9); denota-se de acordo com Hermann (2010) e Deos e Mendonça (2010) que a atuação dos BP’s justifica-se de modo inicial pela elevada incerteza que permeia as operações financeiras de longo prazo para setores considerados chave para o desenvolvimento econômico, como infraestrutura e pesquisa e desenvolvimento (P&D), por exemplo.

Sendo assim, os BP’s têm sua funcionalidade afetada pela necessidade de autonomia financeira da qual carece o Estado para implementação de políticas de desenvolvimento, em especial em países menos desenvolvidos (HERMANN, 2010). Esta condição se deve ao fato de que por meio dos BP’s, o Estado não se torna obrigado a comprometer seu orçamento fiscal para realizar a destinação de recursos, ficando livre de interferências políticas e/ou legais. Para Deos e Mendonça (2010), há no espectro teórico do debate acerca do papel dos BP’s, uma abordagem apontada como visão política que vê o uso de tais instituições financeiras como extremamente de caráter político, podendo incorrer em financiamento de projetos inviáveis economicamente e socialmente, e evidenciando que as falhas de governo são superiores às falhas de mercado.

Além das condições expostas anteriormente, a atuação anticíclica dos BP’s no mercado de crédito, através da manutenção ou expansão da oferta de fundos durante os períodos de recessão econômica, em especial o crédito de curto prazo como o capital de giro, por exemplo (HERMANN, 2010), desponta como uma das condições mais observadas nas instituições financeiras públicas de economias desenvolvidas e em desenvolvimento após a crise financeira mundial de 2008. Este fato deve-se a atuação de forma incisiva que os BP’s tiveram no combate aos efeitos colaterais da crise de 2008 e, principalmente na sustentação da liquidez dos SF’s, gerando de tal modo um revés no tipo de leitura que vinha sendo empregada sobre os BP’s desde a década de 1990 com o consenso de Washington (DEOS; MENDONÇA, 2010).

Como salienta Deos e Mendonça (2010), além de atuar no preenchimento de falhas de mercado, os BP’s podem agir também de forma anticíclica no sentido de evitar a formação de sistema com alta fragilidade, a partir do estabelecimento de uma rede de segurança informal na garantia de liquidez do mercado de crédito, e até mesmo na regulação da

concorrência nos mercados onde atuam e na criação de tais mercados. Neste sentido, cabe ressaltar que os BP's também podem exercer a função de universalizar os serviços bancários, podendo atuar como articuladores do desenvolvimento econômico a nível setorial, regional e nacional (ARAÚJO; CINTRA, 2011; DEOS; MENDONÇA, 2010).

Diante das condições de funcionalidade dos BP's apresentados pela literatura econômica, é de suma importância frisar que ao assumir os riscos rejeitados pelo mercado no financiamento de operações de longo prazo de maturação e alto dispêndio, os BP's podem agir como indutores dos bancos privados no sentido de operarem com custos menores ao terem em sua carteira de crédito empresas e/ou setores com operações de boa qualidade de risco (DEOS; MENDONÇA, 2010). Este tipo de ação por parte dos BP's, deve ter como alternativa recorrente para seu próprio financiamento, a utilização de *funding*<sup>2</sup> via captação de recursos no mercado, porém a utilização exclusiva deste canal pode inviabilizar a atuação anticíclica dos BP's (DEOS; MENDONÇA, 2010).

Neste sentido, na visão de Deos e Mendonça (2010), os BP's devem ter como fontes de *funding* adequada para sua autonomia financeira os fundos parafiscais, o seu próprio autofinanciamento decorrente das receitas de suas operações, e empréstimos de organismos mundiais como o BM, por exemplo (HERMANN, 2010). De modo geral, não se pode olvidar de que a principal e provável característica genérica encontrada em qualquer BP's de uma economia, sendo ela desenvolvida ou não, é o caráter idiossincrático de tal instituição, isto porque os resultados de sua atuação estão intimamente relacionados ao alinhamento da política econômica com as políticas de desenvolvimento realizadas pelo Estado, apresentando-se como condição essencial para justificar a própria existência dos BP's.

Sendo assim, a próxima subseção da presente seção irá apresentar as transformações advindas de políticas e decisões governamentais pelas quais os BP's brasileiros passaram a partir dos anos 1990.

## 2.2. Transformações nos BP's brasileiros a partir dos anos 1990

A década de 1990, assim como os fins dos anos 1980, foi marcada pela implementação de políticas econômicas, em países desenvolvidos e em desenvolvimento,

---

<sup>2</sup> De acordo com Cardim de Carvalho et.al. (2007), *funding* corresponde ao processo de alongamento do prazo dos passivos de investidores produtivos e dos bancos comerciais através do uso dos ativos dos mercados de títulos de longo prazo; ou seja, correspondem ao principal mecanismo pelo qual se é possível realizar a captação de recursos via mercado de capitais e/ou bancário com prazos compatíveis ao período de maturação dos investimentos.

que tinham como premissa o caráter liberalizante, onde as ações para o alcance do desenvolvimento econômico seriam delineadas pelo interesse do setor privado (HERMANN, 2010). Seguindo esta lógica, os BP's brasileiros passaram por transformações advindas de políticas governamentais diretas e indiretas a partir dos anos 1990, que levaram a mudanças na influência que tais instituições financeiras públicas tinham no setor bancário brasileiro.

De modo preliminar, as transformações pelas quais os BP's brasileiros passaram nos anos 1990, tem como ponto nevrálgico a implementação e o sucesso do Plano Real em 1994. Isto porque, um dos pontos da teoria econômica que balizava o novo comportamento das políticas de orientação ao desenvolvimento econômico, preconizava que a estabilidade dos preços, bem como o equilíbrio fiscal eram condições necessárias para que a própria dinâmica do desenvolvimento se desse (ARAÚJO; CINTRA, 2011; HERMANN, 2010).

Deste modo, com o alcance da estabilidade dos preços a partir do Plano Real, e consequentemente queda no imposto inflacionário, houve considerável queda nas receitas oriundas de *floating*<sup>3</sup>, e com isso as instituições financeiras, em especial os bancos pequenos e instituições bancárias dependentes do mercado interbancário, sofreram impacto direto em seus respectivos receituários com a melhora no ambiente macroeconômico. A princípio, os bancos privados buscaram recompensar a queda em suas receitas com a expansão da oferta de crédito para setores comercial e industrial, que com a drástica redução dos níveis inflacionários e consequente melhora no estado de confiança da economia brasileira, viram-se diante de um aumento na demanda de bens de consumo duráveis, por exemplo (ARAÚJO; CINTRA, 2011).

Neste cenário de expansão das vias de crédito, processo resultante da junção da estratégia dos bancos brasileiros e da liquidez internacional ao alcance devido a liberalização financeira, o aumento dos juros administrados pelo Banco Central do Brasil (BCB) pós-Plano Real, levou ao aumento da inadimplência, com restrições para os bancos pequenos e as instituições financeiras dependentes do mercado interbancário e, insegurança na solidez do setor bancário brasileiro, gerando como resultado eminência de uma possível crise bancária no Brasil em meados de 1995 (ARAÚJO; CINTRA, 2011; HERMANN, 2010). Diante da situação de piora nas condições de instituições financeiras públicas e privadas, a política governamental optou por executar variadas ações no sentido de assegurar a solidez e a solvência do SFN.

---

<sup>3</sup> De acordo com Sicsú (2009) as operações de *floating* se caracterizam por “ganhos obtidos através da captação de recursos que pagava juros reais negativos e da aplicação destes recursos a taxas, em geral, superiores à taxa de inflação”.

No intuito de combater a eminente crise sistêmica no setor bancário brasileiro, a administração de Fernando Henrique Cardoso (FHC), lançou mão em 1995 do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) através da Medida Provisória (MP) n° 1.179 (03/11/1995) e da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n° 2.208 (03/11/1995), que tinha como principal objetivo o oferecimento de linhas de crédito pelo BCB a bancos sólidos que se dispusessem a adquirir ativos de instituições em dificuldades. Posteriormente, em 1997, foi lançado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) através da circular do BCB n° 2.742 (1997), que determinava que as instituições financeiras sob controle das unidades federativas podiam solicitar assistência financeira e condições de acesso a recursos para a sua reestruturação (ARAÚJO; CINTRA, 2011; HERMANN, 2010).

Outra importante medida tomada pela gestão FHC no fortalecimento do SFN, se deu com a adoção das regras do Acordo Basileia 1, no qual a utilização do Índice de Basileia – medida de regulação prudencial onde os bancos signatários, como o BCB, exigem que os bancos sob sua supervisão tenham um percentual de manutenção de capital mínimo sobre o ativo ponderado o risco – possibilitava ao mesmo tempo a preservação do estado de confiança no setor bancário brasileiro e reintegração do país ao mercado financeiro internacional (HERMANN, 2010). Além das medidas destacadas acima, de acordo com Hermann (2010) e Araújo e Cintra (2011) outras medidas de regulamentação prudencial auxiliaram na resolução das questões que envolviam a dinâmica de funcionamento do SFN, como por exemplo:

- i) regulamentação do Fundo Garantidor de Crédito: resolução CMN n° 2.211 (1995);
- ii) aumento do capital mínimo para abertura de novos bancos: resolução CMN n° 2.212 (1995);
- iii) ampliação dos poderes de intervenção do BCB nas instituições com problemas relacionados a solvência e liquidez: MP n° 1.812/1995, transformada na Lei n° 9.447/1997;
- iv) exigência da provisão contra créditos duvidosos através do sistema de classificação com nove categorias de risco ao crédito <sup>4</sup>(provisões de 0%, créditos

---

<sup>4</sup> O sistema de classificação com nove categorias de risco ao crédito consiste nos critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa instituído pela Resolução n° 2682 do CMN de 21/12/1999. A partir desta resolução determinou-se que as instituições financeiras e as demais autorizadas a funcionar pelo BCB precisam classificar suas operações de crédito em ordem crescente de risco, seguindo a seguinte classificação: I - nível AA; II - nível A; III - nível B; IV - nível C; V - nível D; VI - nível E; VII - nível F; VIII - nível G; IX - nível H. A classificação do nível de risco das operações deve ser realizado pela instituição detentora do crédito seguindo aspectos em relação ao devedor e seus garantidores (a - situação econômico-financeira; b - grau de endividamento; c - capacidade de geração de

classificados como AA sem atraso e; provisões de 100%, créditos classificados como H, com atraso superior a 180 dias): resolução CMN n° 2.682 (1999);

v) criação de agências de desenvolvimento, que por não poderem aceitar depósito público não são consideradas bancos, incentivando o processo de redução dos bancos estaduais.

De acordo com Hermann (2010):

“Os bancos públicos foram enquadrados em todos os itens da nova regulamentação bancária, criada a partir de meados da década de 1990, sob as mesmas condições vigentes para os bancos privados. Além disso, a nova concepção do papel dos bancos públicos, aliada às dificuldades financeiras herdadas da década de 1980 e agravadas nos primeiros anos da estabilização monetária, deu origem a um amplo e gradual programa de privatização de bancos de atuação regional. Entre a segunda metade da década de 1990 e a primeira dos anos 2000, foram privatizados, praticamente, todos os bancos estaduais.”(HERMANN, 2010, p. 18)

Os BP's federais apesar de não terem sido incluídos na onda de privatizações, assim como os BP's estaduais, passaram a ter suas estratégias de atuação no mercado bancário circunscritas por critérios de acordo com a lógica do mercado (HERMANN, 2010; ARAÚJO; CINTRA, 2011). Em sequência a estas transformações pelas quais os BP's brasileiros passaram até o fim dos anos 1990, em 2001 foi lançado o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PFIFF) por meio da MP n° 2.196 que tinha como intuito adequar os BP's à lógica do mercado no sentido de tornar tais instituições perante as externalidades mais fortes, competitivas e transparentes em sua gerência, ou seja a lógica empresarial se tornou a missão institucional dos BP's (HERMANN, 2010; ARAÚJO; CINTRA, 2011).

De acordo com Araújo e Cintra (2011):

---

resultados; d - fluxo de caixa; e - administração e qualidade de controles; f - pontualidade e atrasos nos pagamentos; g - contingências; h - setor de atividade econômica; i - limite de crédito) e em relação à operação (a - natureza e finalidade da transação; b - características das garantias, particularmente quanto à suficiência e liquidez; c - valor). A Resolução n° 2682 ainda determina que a classificação das operações nos níveis de risco deve ser revista no mínimo:

- I - mensalmente, por ocasião dos balancetes e balanços, em função de atraso verificado no pagamento de parcela de principal ou de encargos, devendo ser observado o que segue: a) atraso entre 15 e 30 dias: risco nível B, no mínimo; b) atraso entre 31 e 60 dias: risco nível C, no mínimo; c) atraso entre 61 e 90 dias: risco nível D, no mínimo; d) atraso entre 91 e 120 dias: risco nível E, no mínimo; e) atraso entre 121 e 150 dias: risco nível F, no mínimo; f) atraso entre 151 e 180 dias: risco nível G, no mínimo; g) atraso superior a 180 dias: risco nível H.

- II - com base nos critérios estabelecidos nos arts. 2° e 3°: a) a cada seis meses, para operações de um mesmo cliente ou grupo econômico cujo montante seja superior a 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido ajustado; b) uma vez a cada doze meses, em todas as situações, exceto na hipótese prevista no art. 5°.

Resolução n° 2682 do BCB disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res\\_2682\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_L.pdf). Citação literal.

“Essas alterações institucionais refletiram na participação dos diferentes segmentos do sistema bancário.[...] Em suma, as instituições financeiras estrangeiras ampliaram a participação nos ativos, nos depósitos, nas operações de crédito e no patrimônio líquido. Esta ampliação do papel das instituições financeiras estrangeiras no mercado financeiro doméstico ocorreu, sobretudo, em função da redução da participação dos bancos públicos estaduais mediante privatizações e/ou extinções.” (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 18).

“Por sua vez, os bancos nacionais desencadearam ações reativas, acompanhando os desdobramentos do sistema. Em primeiro lugar, modificaram suas próprias estratégias, adotando novas tecnologias, criando novos produtos – inovações financeiras – e explorando novos mercados.[...] Em segundo lugar, a entrada de grandes bancos estrangeiros (ABN-Amro Bank, HSBC e Santander) colocou para os bancos privados nacionais varejistas a necessidade da defesa de sua liderança e de seu poder de mercado (market share).” (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 19).

Através de todas as medidas e ações tomadas pelo governo central, de acordo com Hermann (2010, p. 19), “a política financeira implementada nos anos 1990 deu início a um processo de “encolhimento” relativo do crédito público, que passou de 65% do crédito total em 1991 para 50% em 1999”. Apesar dos possíveis efeitos deletérios sofridos pelas instituições financeiras públicas com a implementação da política financeira dos anos 1990<sup>5</sup> e 2000, na visão de Vidotto (2014) é importante enfatizar que há:

“[...] três paradoxos que subjazem à reforma dos BPs. Primeiro que, enquanto empresas estatais, essas instituições foram fortalecidas, no contexto do maior programa de privatizações empreendido pelas economias ocidentais. Isso ocorreu num período dominado ideologicamente pelo neoliberalismo, o que também é um fato paradoxal. E terceiro que a implementação da reforma significou um passo importante no fortalecimento do poder financeiro central, adotado a partir de medidas contidas numa Constituição de conspícuo caráter descentralizador. Vale enfatizar aqui o primeiro dos paradoxos apontados. Ao contrário do que sucedeu ao setor produtivo estatal, por exemplo, o setor bancário e financeiro federal emergiu do pós-neoliberalismo revitalizado: um pouco mais enxuto, porém mais eficiente e competitivo – sem perder suas funções enquanto instrumento de política econômica.” (VIDOTTO, 2014, p. 84).

Neste sentido, de acordo com o exposto por Vidotto (2014), a política financeira implementada nos anos 1990 e 2000, e seus efeitos no comportamento tanto dos BP's como do setor bancário como um todo, são elementos que auxiliam na identificação do caráter idiossincrático que tais instituições tem (HERMANN, 2011); e principalmente balizam as ações que foram tomadas pelo governo central a partir da crise de 2008, e que permitiram

---

<sup>5</sup> Para informações detalhadas sobre as transformações no sistema bancário brasileiro ver Puga (1999).



que os BP's voltassem a exercer protagonismo na dinâmica econômica brasileira, como será explorado na próxima seção.

### 3. CONJUNTURA ECONÔMICA E POLÍTICA ECONÔMICA DE 2008 - 2018.

Os fatos que determinaram os resultados apresentados na economia brasileira após a crise financeira mundial de 2008, tornaram-se elementos cruciais não só para a análise econômica, mas também para a compreensão dos desdobramentos políticos e sociais ocorridos no Brasil. Neste sentido, considerando-se a relevância acentuada no último decênio 2008-2018 das instituições bancárias públicas no crescimento econômico brasileiro, a presente seção tem por objetivo apresentar os acontecimentos e medidas políticas que balizaram o comportamento da atividade econômica no Brasil.

Para isto, a seguinte seção está estruturada em três subseções, além desta introdução, que pretendem analisar as políticas econômicas adotadas pelo governo federal no período entre 2008 a 2018. A primeira subseção analisa as medidas que foram tomadas pela administração central brasileira, no período entre 2008 a 2010, com enfoque nas ações que permitiram que o Brasil enfrentasse os efeitos da crise financeira mundial de 2008. A segunda e terceira subseções da presente seção tem como perspectiva o exame da condução da política econômica brasileira entre 2011 a 2014 e de 2015 a 2018, tendo como escrutínio os impactos da adoção da NME no comportamento da economia brasileira.

#### 3.1. Desdobramentos da crise internacional: 2008-2010

A economia brasileira finalizou o período de 2006 a 2008 apresentando um crescimento médio de seu Produto Interno Bruto (PIB) da ordem de 5% (BARBOSA, 2018), sustentado por fatores ligados aos níveis de investimento público, ao aumento no consumo das famílias e melhora do ambiente externo. A trajetória de aceleração do crescimento brasileiro, iniciada a partir de 2003, começou a enfrentar problemas para a manutenção de seu ritmo a partir de 2008, com a crise internacional.

Além dos efeitos propagados pela eclosão da crise financeira mundial, o ano de 2008 se iniciou com forte pressão inflacionária no Brasil, oriunda da elevação nos preços das commodities – sendo compreendida como resultado da redução dos juros norte-americano e pela pressão da demanda da economia chinesa (ARAÚJO; GENTIL, 2011; BARBOSA,

2013). Este fato que marcou o início do ano de 2008, levou ao BCB a elevar a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), que exerce a função de taxa de juros básica na economia brasileira, como medida para conter a aceleração inflacionária que se desenhava.

Neste sentido, a elevação da taxa Selic de 11,5% para 13,75% ao ano (a.a.), entre os meses de abril e setembro de 2008, juntamente com os efeitos deletérios da crise internacional, contribuíram para que a aceleração inflacionária reduzisse e para que a inflação de 5,9% ficasse dentro da meta estipulada pelo CMN. Na visão de Araújo e Gentil (2011), o pragmatismo exercido pelo Comitê de Política Monetária (Copom) na condução conservadora da taxa Selic como instrumento de contenção da inflação decorrente do aumento dos preços das commodities, durante o período de pré-crise de 2008, pode ser colocado em conta como um dos determinantes que levaram aos bancos brasileiros de pequeno porte a assumirem posições de riscos com captações vinculadas à derivativos em dólares.

O ápice da crise financeira mundial de 2008, com a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers em setembro do mesmo ano, gerou de imediato no cenário mundial, e consequentemente no cenário interno brasileiro, uma forte restrição de crédito devido às incertezas evidenciadas quanto à solvência das instituições bancárias nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa (BARBOSA, 2013; WERNECK, 2014). De acordo com Araújo e Gentil (2011), Barbosa (2013) e Afonso (2011), os efeitos da crise internacional no Brasil podem ser avaliados como tendo sido propagados através de forte contração do crédito, mudança no comportamento do sistema financeiro e, incertezas ligadas a expectativas sobre as reais proporções negativas que a crise traria.

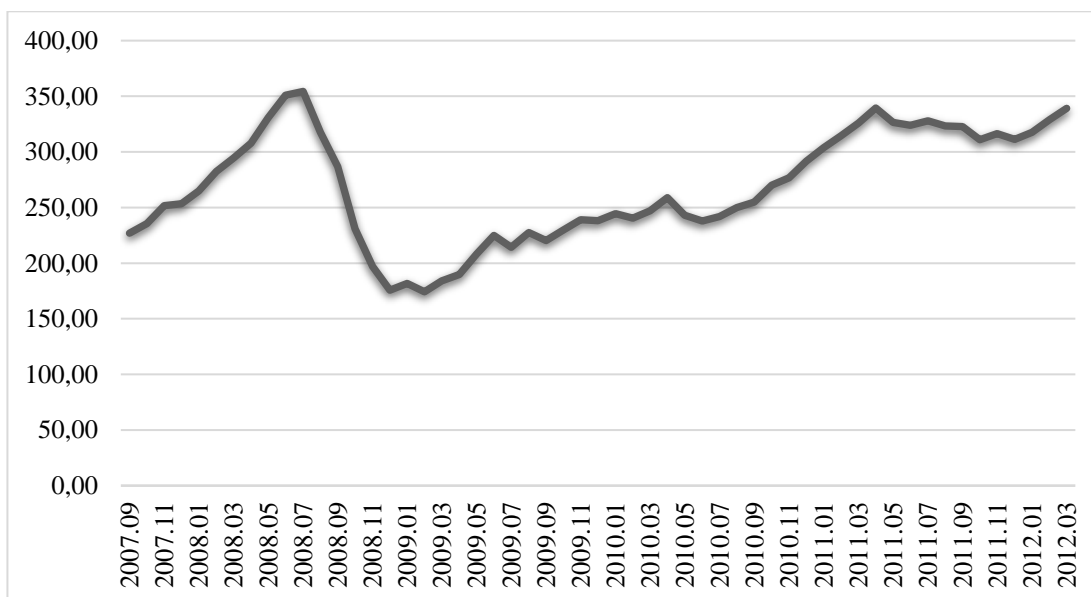
No âmbito relacionado a oferta de crédito, a crise financeira mundial de 2008 gerou de forma imediata uma contração da liquidez internacional, por conta do arrocho creditício (ARAÚJO; GENTIL, 2011). Esta contração no crédito mundial seguiu-se de uma fuga de capital para ativos de menor risco, como os títulos de países mais ricos, por exemplo, levando a uma desvalorização dos títulos privados brasileiros e das commodities (BARBOSA, 2013). No Brasil, a queda substancial da oferta de crédito foi agravada, segundo Barbosa (2013), devido à incerteza que se criou quanto a real solvência no SFN, pois em 2008 cerca de 20% da fonte de recursos de crédito interno do país era proveniente de captação internacional.

A incerteza quanto aos impactos que a crise internacional geraria para o Brasil, juntamente com a drástica redução na liquidez internacional e com o comprometimento do financiamento creditício do país ligados a fontes externas, levaram as grandes instituições

bancárias a reduzirem suas ofertas de crédito no mercado interno como medida protetiva (ARAÚJO; GENTIL, 2011). Um dos fatores que também influenciaram o comportamento contracionista do SFN, está relacionado a apreciação cambial pela qual o real passou ao longo de 2007; fato que levou bancos de pequeno porte a terem sua estrutura de captação de recursos via emissão de Certificados de Depósitos Bancários (CDB) vinculados a derivativos cambiais (ARAÚJO; GENTIL, 2011), e instituições exportadoras brasileiras a assumirem operações especulativas de aposta na apreciação cambial (BARBOSA, 2013). Com isto, as perdas patrimoniais sofridas por empresas e bancos pequenos levaram a maiores tensões para a dinâmica do SFN brasileiro.

Uma das causas que reforçou o aumento no nível de incerteza no Brasil, está fortemente relacionado às variações nos preços das commodities, como pode ser observado no gráfico 1, onde no período pré-crise financeira de 2008 o índice de preços internacionais das commodities atingiu o patamar de 350 entre maio e julho de 2008, e posteriormente decresceu para o nível de 174,24 em fevereiro de 2009. Como se pode observar no gráfico 1, a eclosão da crise financeira de 2008, fez com que a trajetória de ascendência nos preços das commodities sofresse uma queda abrupta entre o 3º trim./2008 e 1º trim./2009, devido à elevação no grau de incerteza que se deu nas economias mundial.

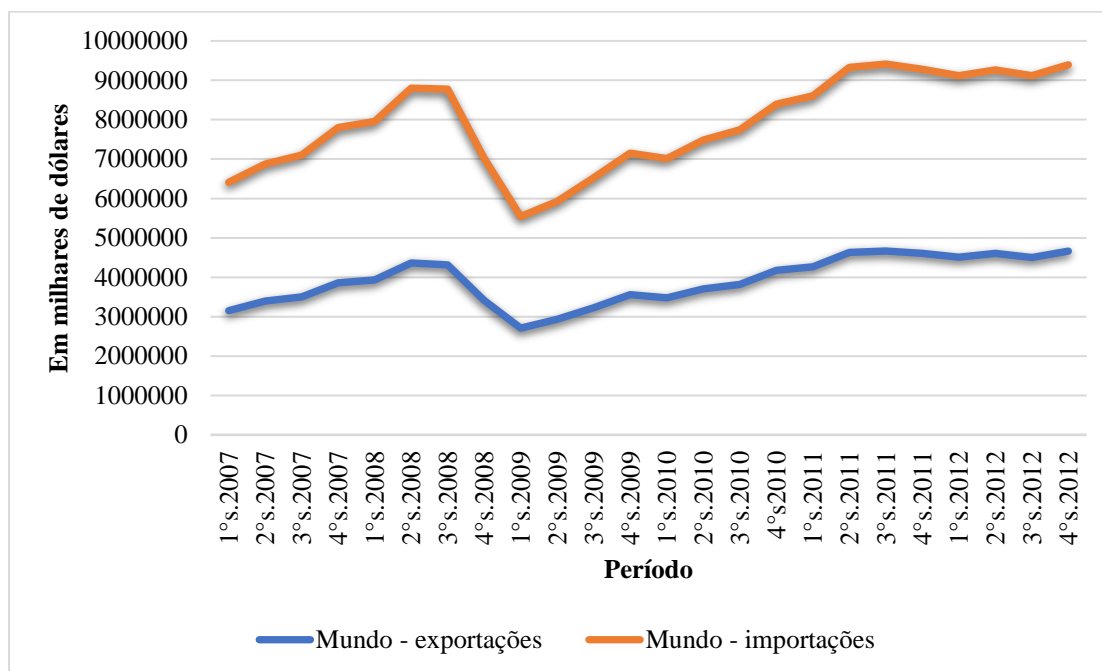
Gráfico 1 - Índice de preços internacionais de commodities: geral (base jan.2002 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

De acordo com Araújo e Gentil (2011), a recuperação do comércio internacional se iniciou no 2º trim./2009, tanto nas economias avançadas como nas emergentes, como pode ser verificado nos gráficos 2 e 3. Segundo os autores, as taxas de crescimento das importações e exportações do Mundo no 2º trim./2009 passaram a apresentar os mesmos níveis pré-crise, e mantiveram índices crescentes nos trimestres seguintes, evidenciando uma recuperação da economia brasileira. Esta recuperação nos níveis do comércio internacional, quando analisadas em conjunto com o crescimento nos preços das commodities (gráfico 1) a partir do 2º trim./2009, evidencia na visão de Araújo e Gentil (2011), o caráter pujante do comércio exterior na Ásia, em especial na China - que tinha como principal item importador as commodities, e que sofreu de forma mais atenuada os efeitos da crise financeira de 2008.

Gráfico 2 - Total de exportações e importações do Mundo (2007-2012)

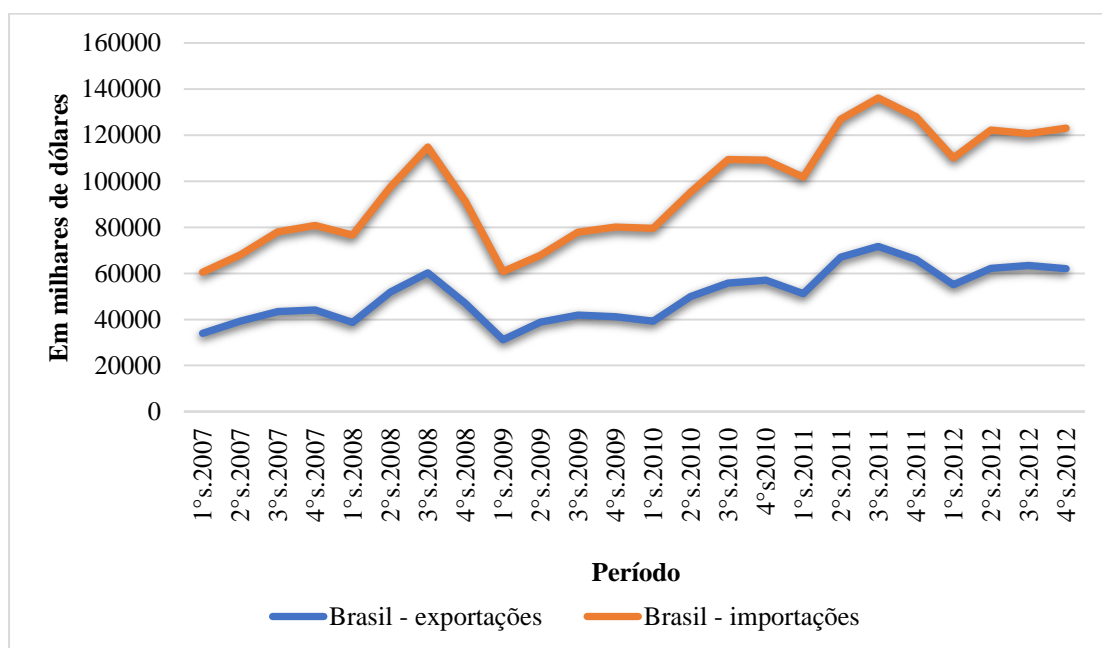


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da World Trade Organization (WTO).

O processo de recuperação do comércio internacional, e principalmente a volta do crescimento nos preços das commodities, alavancado pelo crescimento do comércio externo nas economias asiáticas, notoriamente a economia chinesa, a partir do 2º trim./2009 trouxe o favorecimento do Brasil em relação ao setor externo. Isto porque, segundo Araújo e Gentil(2011), a partir do 2º trim./2009, as exportações brasileiras passam a se recuperar após queda consecutiva nos dois trimestres anteriores, estabelecendo uma relação de crescimento

em relação ao PIB maior do que a verificada com as importações<sup>6</sup>. Segundo os autores, mesmo com a eclosão da crise financeira de 2008, a dinâmica do comércio externo no Brasil diante do crescimento das exportações em relação ao PIB frente às importações, evidenciou que “[...]uma porção maior da demanda interna foi atendida por produção interna, de modo que o setor externo contribuiu positivamente para a recuperação econômica brasileira a partir do segundo trimestre de 2009” (ARAÚJO; GENTIL, 2011, p. 26).

Gráfico 3 - Total de importações e exportações do Brasil com o Mundo (2007-2012)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da WTO.

A contribuição da demanda externa na dinâmica da economia brasileira, segundo Araújo e Gentil(2011), não tem ligação alguma política econômica específica tomada pelo governo para o enfrentamento dos efeitos da crise financeira de 2008. O período de recuperação dos níveis de comércio externo do Brasil, a partir do 2º trim./2009, coincide com a recuperação dos preços das commodities, e neste período os produtos básicos passaram a ter mais peso na pauta exportadora brasileira; conferindo à demanda externa relevância na recuperação econômica brasileira, devido aos ganhos obtidos com a melhora nos termos de troca, que por sua vez foram impulsionados pelo aumento nos preços das commodities.

<sup>6</sup> De acordo com Araújo e Gentil(2011), quando comparado o 1ºtrim./2009 com o 4º trim./2008, as exportações apresentaram queda de 11% em relação ao PIB, enquanto as importações exibiu uma queda de 27% em relação ao PIB.

A crise financeira mundial levou também a um cenário de forte depreciação cambial no Brasil, tendo a média da taxa de câmbio comercial passado de R\$ 1,79 em setembro de 2008 para R\$ 2,39 em dezembro do mesmo ano<sup>7</sup>. A escalada cambial durou um período relativamente curto na economia brasileira, e passou a apresentar valores inferiores aos alcançados em dezembro de 2008, seguindo uma tendência de valorização do real até o fim do ano de 2011.

Diante dos efeitos desencadeados pela propagação da crise internacional, o governo brasileiro se viu diante de um cenário composto pela deterioração do comércio mundial, desaceleração econômica drástica nas maiores economias mundiais, arrefecimento do crédito e piora das expectativas de crescimento e investimento nos setores produtivos e das famílias. Neste sentido, perante uma conjuntura de queda do investimento privado, da demanda externa e do consumo doméstico, o governo brasileiro adotou a partir do final de 2008 políticas *anticíclicas* apoiadas no expansionismo fiscal e no afrouxamento da política monetária como alternativa para a sustentação do crescimento econômico alavancado pelo mercado de consumo interno brasileiro (ARAÚJO; GENTIL, 2011).

As medidas implantadas pelo governo federal no enfrentamento da crise financeira de 2008, tiveram como principais linhas de ação no lado monetário a elevação da liquidez na economia e o uso dos bancos públicos no aumento da oferta creditícia, enquanto no lado fiscal lançou mão de desonerações tributárias para setores produtivos específicos, bem como manteve e ampliou a rede de proteção social e os programas de investimentos públicos voltados para habitação e infraestrutura (BARBOSA, 2013; ARAÚJO; GENTIL, 2011; AFONSO, 2011; WERNECK, 2014).

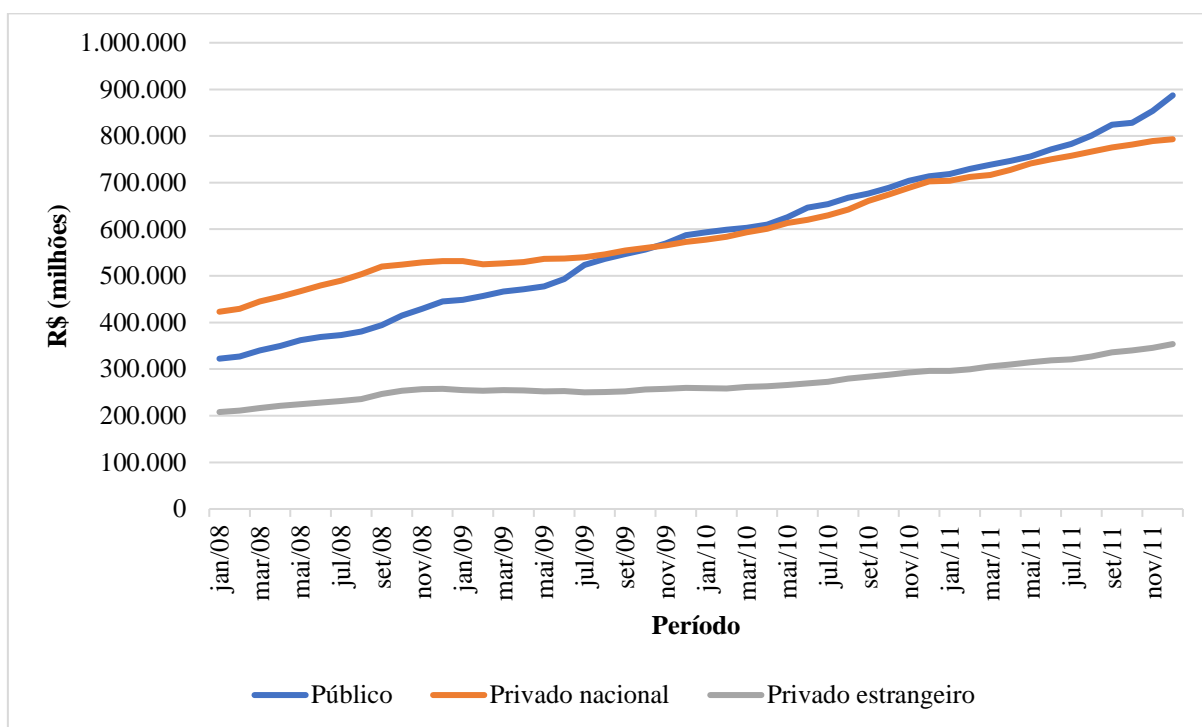
No que concerne à condução da política monetária no período pós-crise de 2008, o governo federal optou por utilizar da flexibilização das regras de depósito compulsório para depósitos à vista e a prazo a fim de elevar a liquidez da economia (ARAÚJO; GENTIL, 2011), bem como incentivou que os bancos de grande porte financiassem através do mercado interbancário os bancos de pequeno porte (BARBOSA, 2013), que estavam com suas estruturas patrimoniais comprometidas pela desvalorização cambial. Neste mesmo caminho, o BCB buscou o estímulo ao aumento da liquidez na economia brasileira, por meio da redução da taxa Selic, que passou de 13,75% a.a. em janeiro de 2009 para 8,75% a.a. até março de 2010.

---

<sup>7</sup> Fonte: BCB, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos (BCB / Boletim / BP). Disponível em: IPEADATA.

De acordo com Afonso (2011), o aumento da liquidez nos bancos públicos, que foram extensivamente utilizados como instrumento de alavancagem do crédito após a eclosão da crise em setembro de 2008, foi custeado pelo endividamento do governo através da emissão de títulos públicos, que foram transformados em concessões de empréstimos as instituições financeiras públicas. Esta medida aliada a equalização da taxa de juros, e a orientação do governo federal aos seus bancos comerciais para redução de seus respectivos spreads bancários (BARBOSA; SOUZA, 2010), possibilitaram que os bancos públicos aumentassem sua participação no mercado de crédito, conforme verificado no gráfico 4.

Gráfico 4 - Operações de crédito do sistema financeiro, por propriedade do capital (R\$, milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

A desvalorização cambial, por sua vez, foi atacada pelo BCB mediante operações de vendas de dólares no mercado à vista e de leilões de dólares com compromisso de recompra (ARAÚJO; GENTIL, 2011), swaps cambiais e oferta de recursos para financiamento das exportações através de contratos de Adiantamento sobre Contrato de Câmbio e Adiantamento sobre Cambiais Entregues (BARBOSA, 2013). Apesar da baixa redução no quantum das reservas internacionais dispostas pelo BCB para diminuir a desvalorização cambial, tais

medidas não surtiram o efeito esperado, uma vez que a desvalorização cambial se expressou vertiginosamente até o fim de 2008.

Para Araújo e Gentil (2011, p. 15), “[...] a resposta mais contundente do governo brasileiro à crise financeira está, seguramente, nas medidas fiscais”, visto que elas foram um dos caminhos trilhados para que a posição intervencionista do governo se ampliasse e fosse transmitida da gestão Lula para Dilma, a partir de 2011 (OREIRO, 2015). As desonerações fiscais para setores específicos como o automobilístico, de bens de consumo duráveis (como eletrodomésticos da linha branca), moveleiro e construção, foram utilizadas como medidas para evitar a queda no consumo, no investimento e principalmente do nível do emprego (ARAÚJO; GENTIL, 2011). As desonerações realizadas pelo governo federal também implicaram na criação de duas novas faixas de tributação do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF), a fim de garantir que o nível de atividade econômica via consumo e investimento fosse retomado de forma mais rápida (BARBOSA, 2013).

Diante da redução na arrecadação tributária que se seguiu após a crise internacional, o governo Lula optou por manter inalteradas suas despesas primárias entre 2009 e 2010. Ao não reduzir seus gastos, o governo trabalhou com a redução nos seus resultados primários, que passaram de 3,3% do PIB em 2008 para 1,95% em 2009, e posteriormente elevaram-se para 2,62% em 2010<sup>8</sup>. Esta alteração verificada nos resultados primários, na visão de Barbosa (2013) e Araújo e Gentil (2011), foi alavancada pelos crescentes gastos públicos com transferência de renda e funcionalismo. Ao manter a política de valorização do salário mínimo (SM), o governo permitiu que o efeito de transbordamento da elevação do SM atingisse os benefícios previdenciários, os benefícios de seguro-desemprego e as transferências de renda para famílias assistidas pelo programa socioeconômico Bolsa Família (ARAÚJO; GENTIL, 2011).

Além dos gastos sociais praticados, o governo manteve sua agenda de reposição do funcionalismo através dos concursos públicos, bem como realizou reajustes graduais nos salários do Estado entre 2009 e 2010 (BARBOSA, 2013). Na esteira de manutenção das benesses sociais durante o período após a eclosão da crise de 2008, o governo federal lançou em 2009 o programa habitacional Minha Casa Minha Vida (MCMV), com o objetivo de possibilitar o acesso a moradia para a população de baixa renda. Na visão de Barbosa (2013), macroeconomicamente:

---

<sup>8</sup> Fonte: BCB apud Senado Federal (2015). Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/entenda-o-assunto/superavit>.



“[...]a lógica do MCMV foi estimular o crescimento de um setor muito intensivo em trabalho e pouco intensivo em importações como instrumento de geração de emprego e renda. Do ponto de vista social, a lógica do MCMV foi ampliar a rede proteção e inclusão social construída pelo governo federal com o acesso subsidiado à moradia para a população mais pobre.” (BARBOSA, 2013, p. 83).

A combinação de medidas fiscais e monetárias contracíclicas adotadas pelo governo Lula mediante os efeitos da crise internacional, resultaram em uma rápida retomada da atividade econômica brasileira, que passou a apresentar a partir do 4º trim./2009 resultados positivos, da ordem de -0,1% de crescimento em relação a taxa de -1,2% computada no 3º trim./2009. Esta retomada do crescimento econômico brasileiro se manteve ao longo de 2010, quando foi registrado um acréscimo de 7,5% do PIB. Este rápido crescimento, para Afonso (2011), Araújo e Gentil (2011), e Barbosa (2013), foi beneficiado também pela elevação nos preços das commodities que se estruturou a partir do reestabelecimento da demanda chinesa e também devido à alta liquidez que se criou na economia mundial, após a ação intervencionista dos bancos centrais das grandes economias mundiais frente aos efeitos da crise internacional.

Sendo assim, o ano de 2010 foi marcado pela constatação da recuperação da economia brasileira, mediante o expressivo aumento verificado no PIB de 7,5% em 2010, e também pela eleição de Dilma Rousseff como presidente da República, que havia integrado o corpo de ministros durante o governo Lula. Diante da eminente recuperação econômica bem como pela volta do aumento nos preços internacionais das commodities, a aceleração inflacionária que se apresentava em meados de 2010, desencadeada por pressões oriunda dos preços dos alimentos, levaram o BCB a elevar a taxa Selic de 8,75% a.a. para 9,5% a.a. em abril de 2010.

Este movimento de elevação da Selic que perdurou até agosto de 2011, quando a taxa Selic atingiu o patamar de 12,25% a.a., na visão de Barbosa (2013), pode ser caracterizado como o início da reversão das medidas anticíclicas que foram utilizadas durante o combate da crise de 2008. A possibilidade de abandono das políticas praticadas após 2008, foi além da reversão das medidas anticíclicas no combate à crise financeira mundial, e afetaram a dinâmica do crescimento econômico brasileiro como será analisado na próxima subseção.

### 3.2. Mudanças de diretrizes na política econômica : 2011-2014

O ano de 2011, primeiro da gestão de Dilma Rousseff, além de lidar com os resultados e o aparato utilizado em face aos desdobramentos da crise internacional de 2008 no cenário interno, se deparou com a piora no cenário internacional oriunda da lenta recuperação da economia norte-americana e pela eminência da crise na Zona do Euro – fatores estes que na leitura da equipe econômica federal tinham o potencial de gerar efeitos negativos na atividade econômica brasileira (OREIRO, 2015; GENTIL & HERMANN, 2017). Neste sentido, Mello e Rossi (2018) também, ponderam que o 1º governo Dilma se deparou com um cenário no qual o crescimento da concorrência internacional e reprimarização da pauta exportadora, em conjunto com a perda da densidade industrial brasileira e as limitações ao modelo de crescimento baseado na expansão do consumo e crédito, que possuem impactos significativos sobre a demanda agregada, se colocavam no sentido da construção e execução de uma estratégia que permitisse a expansão econômica pelo lado da oferta.

Além das perspectivas postas no início do mandato, decorrentes do período eleitoral, bem como advindas do cenário externo, a gestão Dilma, de acordo com Serrano e Summa (2015) e Barbosa (2013), herdou do governo antecessor um processo iniciado no fim de 2010 de reversão das políticas anticíclicas utilizadas no enfrentamento do cenário de 2008, onde a política monetária se tornou restritiva com o aumento da taxa Selic a partir de março de 2010, e com a adoção de medidas macroprudenciais para o controle do crédito ao consumidor e consequentemente redução no crescimento da demanda agregada (SERRANO & SUMMA, 2015). Na visão destes autores, a postura contracionista na condução da política fiscal e monetária durante o começo do governo Dilma, demonstrava uma preocupação de se realizar um ajuste fiscal para auxiliar no cumprimento da meta de superávit primário bem como na redução das taxas de juros. Esta preocupação tinha como fundamento de que as altas taxas de juros afetariam os gastos com pagamentos dos juros da dívida pública, bem como a apreciação cambial sofrida pelo real durante 2009 e 2010, eram os ingredientes que haviam criado um ambiente de redução no nível de competitividade da economia brasileira internacionalmente (BARBOSA, 2013; OREIRO, 2015; MESQUITA, 2014).

De modo genérico, como salienta Mesquita (2014), a primeira fase do governo Dilma, compreendida entre janeiro e julho de 2011, deu continuidade às políticas econômicas praticadas na gestão Lula, com a condução da política monetária restritiva (a partir do aumento da Selic, como instrumento para o cumprimento da meta inflacionária, que havia estado perto do teto da meta em 2010), medidas macroprudenciais (como por exemplo, o

aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para o crédito ao consumidor, e maior rigidez nas regras de parcelamento de faturas de cartão de crédito), e uma política fiscal contracionista (utilizando-se do corte nos investimentos estatais e da não elevação do SM real em 2011, no intuito de elevar o superávit primário, que havia decaído após a crise de 2008) (SERRANO; SUMMA, 2015; OREIRO, 2015). A inflexão na política econômica a partir de agosto de 2011, com a flexibilização da Selic (passando de 12,5% a.a. para 12% a.a.), foi o indício das mudanças nas diretrizes que a condução da política econômica sofreria de forma profunda no 1º mandato de Dilma, e que posteriormente seria configurada pela crítica ortodoxa como Nova Matriz Econômica (NME)<sup>9</sup>.

A flexibilização da Selic, que durou de agosto de 2011 até abril de 2013, conforme ilustrado no gráfico 5, não surtiu efeitos sobre a inflação, que fechou o ano de 2012 no patamar de 5,84% a.a. (acima da meta de 4,5% a.a., porém abaixo do limite superior imposto pela banda de 2%). Diante do cenário de uma possível perda de controle inflacionário, de acordo com Mesquita (2014), o governo passou a utilizar extensivamente intervenções diretas no sistema de preços para tentar conter a inflação, e assim reforçavam as pressões inflacionárias, pois tais medidas acabavam por estimular a demanda.

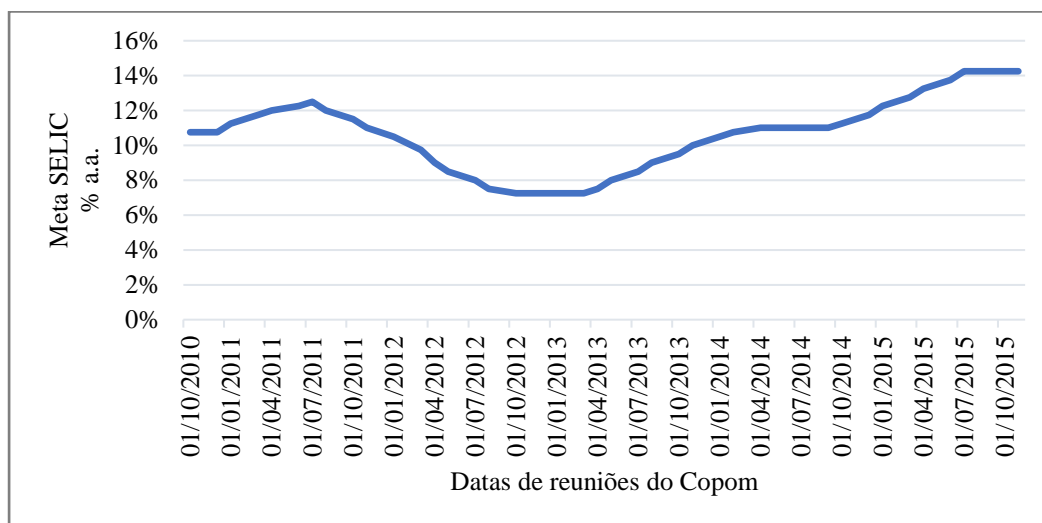
A despeito da política monetária desenvolvida durante grande parte do período de 2011 a 2014, Mello e Rossi(2018) argumentam que a flexibilização da Selic até meados de 2013, pode ser configurada como uma estratégia ampliada além do espectro do controle inflacionário. Isto porque as recorrentes reduções da Selic também podiam gerar efeitos positivos na redução dos custos de crédito para o investimento privado e, assim, estimulando o crescimento econômico pelo lado da oferta.

Como bem salienta Oreiro(2015), o governo Dilma herdou da gestão Lula o *trade-off* entre competitividade externa e controle da inflação. Neste sentido, a política econômica passou a se comportar de forma inconsistente, pois nos momentos em que a pressão inflacionária fosse menos intensa em decorrência de choques externos, o espaço destinado a medidas de controle inflacionário seria utilizado para desvalorizar o câmbio nominal e deste modo atenuar a perda de competitividade externa da qual sofria a economia brasileira (OREIRO,2015). A partir desta conjuntura presente na economia brasileira, de mudança eventual nos instrumentos de política econômica, que se começam a perceber de forma nítida a adoção da NME.

---

<sup>9</sup> Em textos como Oreiro(2015) e Dweck e Teixeira(2017), encontra-se a nomenclatura de Nova Matriz Macroeconômica.

Gráfico 5 - Histórico das Taxas de juros básica Selic, entre outubro de 2010 e outubro de 2015



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB.

Para Oreiro (2015), a NME pode ser sintetizada como a busca de um ambiente de juros baixos, com câmbio competitivo em conjunto com uma política fiscal “amigável” ao investimento público. Tais mudanças na condução da política econômica brasileira, na visão de Pessoa (2014) advém da organização que se estabeleceu na administração central pós-2009, e pode ser caracterizada como uma mudança que:

“[...] constitui um conjunto de medidas que elevou muito a interferência direta do Estado na economia, reduzindo a sua eficiência e, com ela, o crescimento econômico. Trata-se de uma lista extensa, que inclui itens como o novo marco regulatório do setor de petróleo, o controle direto de preços, a renovação antecipada das concessões elétricas, o uso dos bancos públicos para forçar a queda de spreads, a perda de previsibilidade da política macroeconômica com alta de inflação, a piora do desempenho fiscal, seguidas interferências no funcionamento do câmbio em escala muito maior do que o razoável (se o objetivo for somente suavizar movimentos), e a forte elevação da intermediação do investimento liderada pelo setor público.” (PESSÔA, 2014, p. 11).

O intervencionismo estatal que se colocou a partir da adoção da NME, com frequentes alterações nos aspectos da política econômica, possui múltiplas explicações e visões para os resultados obtidos, principalmente no tocante a política fiscal realizada durante o 1º governo de Dilma. Em uma das visões sobre as causas que levaram a desaceleração econômica durante o período de 2011 a 2014, Mesquita(2014) argumenta que o represamento de preços, as desonerações tributárias, em conjunto com a forte expansão da política parafiscal através

dos bancos públicos (com capitalizações das instituições financeiras públicas), realizadas a partir de 2012, causaram altos custos fiscais e grandes perdas na arrecadação do governo.

Na visão de Mesquita (2014), o represamento de preços administrados durante o governo Dilma criou um problema para a formação de expectativas de inflação, dificultando a convergência para a meta inflacionária durante o período de 2011 a 2014<sup>10</sup>. Em conjunto com a ineficácia da política inflacionária, para Mesquita(2014), a credibilidade da política fiscal durante o governo Dilma irrompeu-se devido aos abatimentos dos investimentos das estatais (por exemplo, investimentos para o Programa de Aceleração do Crescimento – PAC) e das desonerações tributárias da meta de superávit primário, e diante dos episódios de exercícios contábeis criativos no intuito de gerar receitas primárias.

De acordo com Dweck e Teixeira(2017), esta linha de raciocínio se alinha à crítica ortodoxa, que utiliza o argumento de que a retração do crescimento econômico tem seus principais condicionantes ligados a “tese da ganância”, na qual a política fiscal de aumento dos gastos públicos foi o responsável pela expansão da dívida pública que incorreu em uma crise fiscal. Além do exposto pela linha ortodoxa em relação a política fiscal expansionista durante o governo Dilma; ao se analisar a implantação da NME com o foco no setor externo ao qual o Brasil estava inserido, o longo ciclo de redução da Selic em conjunto com a gradual desvalorização da taxa nominal de câmbio não foi suficiente, de acordo com Oreiro (2015), para eliminar a sobrevalorização cambial e nem reduzir de forma permanente a taxa de juros na economia brasileira.

Isto se deu pelo fato de que para Oreiro (2015), a significativa desvalorização nominal do câmbio não logrou sucesso em eliminar os efeitos que a sobrevalorização real do câmbio e o aumento real dos salários acima do nível de crescimento da produtividade tinham sobre o dinamismo externo da economia. A crítica de Oreiro (2015) quanto a eficácia da NME se estende também pelo fato de que a manutenção dos altos patamares da taxa Selic – que remunera as letras financeiras do Tesouro Nacional – que representa a taxa de retorno da aplicação livre de risco no Brasil, e é uma das mais elevadas quando comparada a outros países, acaba por desestimular o empresariado a realizar decisões de investimento na qual o prêmio de risco seja superior a taxa de juros livre de risco.

A partir da ótica no setor externo, a NME levou ao agravamento do processo de desindustrialização na economia brasileira de acordo com os novos desenvolvimentistas, pois

---

<sup>10</sup> De acordo com dados do BCB (2019), a inflação oficial durante os anos de 2011 a 2014 esteve acima da meta estipulada pelo CMN, porém dentro do limite superior fixada para a meta. A inflação oficial durante 2011 foi de 6,5% a.a., em 2012 foi 5,84% a.a., em 2013 foi 5,91% a.a. e em 2014 foi 6,41% a.a.

houve estagnação da produção industrial, mediante a sobrevalorização cambial e aumento no custo unitário do trabalho após 2010 (OREIRO, 2015; DWECK; TEIXEIRA, 2017). De acordo com Dweck e Teixeira (2017), diante do debate teórico sobre a política fiscal:

“A explicação dos novos-desenvolvimentistas para a desaceleração do crescimento no governo Dilma, além da questão fiscal, destaca outros elementos, sendo o principal de caráter estrutural, que é a regressão da estrutura produtiva, caracterizada pela desindustrialização e reprimarização da pauta exportadora. Esta regressão teria sido provocada por dois preços macroeconômicos fundamentais que ficaram por muito tempo fora do lugar, a taxa de juros elevada e a apreciação da taxa real de câmbio, para as quais a política fiscal expansionista teria contribuído.” (DWECK; TEIXEIRA, 2017, p. 6-7).

Em contraposição a visão dos novos desenvolvimentistas, onde a sobrevalorização cambial foi uma das principais causas para o processo de desaceleração econômica no Brasil após 2011, Serrano e Summa (2015) argumentam que a queda na atividade econômica brasileira, e em especial o comportamento declinante das exportações brasileiras entre 2011 e 2014, que afetou o dinamismo externo da economia brasileira, tem como explicação a queda do comércio mundial, especialmente no tocante aos bens manufaturados. Para Serrano e Summa (2015), diferentemente de Oreiro (2015), a desaceleração econômica brasileira após 2011 não tem suas bases fixadas em uma possível piora da posição brasileira no setor externo, pois neste período o Brasil não passou por escassez de divisas – tendo melhorado indicadores de proporção da dívida externa em relação a exportação e as reservas internacionais – apesar de ter sofrido significativas alterações em seu balanço de pagamentos, além do que desconsideram que a sobrevalorização cambial do real tenha levado ao crescimento da demanda agregada ao ponto de que houve “vazamento” da mesma em forma de importações.

A partir destas reflexões sobre a política fiscal durante o 1º mandato de Dilma, a análise sobre a composição dos gastos públicos durante o período de 2011 a 2014 torna-se um caminho apto para o levantamento dos efeitos que a mesma teve sobre a desaceleração econômica. Esta constatação deve-se ao fato de que o forte ajuste fiscal empregado entre o fim do ano de 2010 e início de 2011, de acordo com Serrano e Summa (2015) e Gentil e Hermann (2017), gerou forte redução da demanda agregada diante da queda nos níveis de investimentos estatais.

O gasto em investimento público, como notabilizam Gentil e Hermann (2017), teve seu crescimento reduzido em prol de concessões de serviços públicos, que tinham como lógica transferir ao setor privado a responsabilidade de elevar os índices de crescimento econômico a partir do investimento. Através da análise da tabela 1, é possível verificar que

o crescimento real para o nível de investimentos durante o período de 2011 a 2015 sofreu uma redução de 6,9%, corroborando para a tese de que a estratégia da política fiscal em conjunto com a política monetária de flexibilização da Selic, tinha como intuito estimular o crescimento via investimento privado.

Como bem salientam Mello e Rossi(2018), a drástica redução que os investimentos públicos federais sofreram no período de 2011 a 2014, parece ter sido compensada pelo aumento na taxa de crescimento real das despesas de capital com o programa MCMV, pois esta despesa saltou de uma taxa de crescimento real de -4,8% entre 2007 a 2010, para 40,1% entre 2011 e 2015. A análise da decomposição dos gastos primários demonstrada na tabela 2, durante o período entre 2010 e 2015, revela que apesar das despesas públicas terem saltado de um patamar de 16,8% do PIB em 2011 para 19,6% do PIB em 2015, o crescimento real durante o 1º governo Dilma foi menor do que o apresentado no 2º mandato de Lula, pois entre 2007 e 2010 as despesas crescem 8,3% enquanto entre 2011 e 2015 se elevam em 4,6%, conforme dados na tabela 1.

Tabela 1 - Taxa de crescimento real dos gastos públicos\*

<b>Discriminação</b>	<b>2007/2010</b>	<b>2011/2015</b>
<b>Despesas Primárias</b>	8,3	4,6
<b>Pessoal e Encargos</b>	7,2	0,1
<b>Transferência de renda às famílias</b>	7,4	4,5
<b>Benefícios da Previdência</b>	6,2	4,3
<b>LOAS/RMV e Benefícios da Legislação</b>	13,1	6,5
<b>Abono/Seguro Desemprego</b>	13,4	4,0
<b>Bolsa Família</b>	10,3	7,1
<b>Despesas de Capital</b>	23,5	-3,1
<b>Investimento**</b>	22,5	-6,9
<b>Minha Casa Minha Vida***</b>	-4,8	40,1
<b>Outras Despesas Correntes</b>	7,9	11,9
<b>Despesas Obrigatórias****</b>	5,1	29,9
<b>Custeio com saúde</b>	6,4	3,8
<b>Custeio com educação</b>	14,5	7,6
<b>Custeio com Ciência e Tecnologia</b>	10,5	-4,7

\*Utilizou o índice IPCA para os cálculos.\*\* Compreende apenas investimentos classificados no GND 4 (exceto MCMV) e GND 5 (exceto financeiras). \*\*\* Média se refere aos anos em que esta rubrica aparece, 2009 e 2010. \*\*\*\* Lei Kandir, subsídios e subvenções, FUNDEB, FGTS, Sentenças Judiciais, FCDF(custeio), anistiados, rec. outorga direito de uso de recursos hídricos, apoio financeiro a municípios, ressarcimento - combustíveis fósseis, desonerações, créditos extraordinários, discricionárias do legislativo, judiciário e MPU, recursos de doações e convênios e auxílio à CDE.

Fonte: Relatório de Análise Econômica dos Gastos Públicos Federais. Secretaria de Política Econômica (SPE),Ministério da Fazenda, 2016.

Como pode se verificar na tabela 2, tanto despesas correntes como as transferências de renda às famílias aumentaram suas proporções em relação ao PIB para o período de 2011 a 2014; porém quando se analisam as taxas de crescimento real destes gastos verifica-se que

as transferências de renda às famílias apresentou crescimento real de 4,5% entre 2011 e 2015 ante um crescimento real de 7,4% entre 2007 e 2010, enquanto as outras despesas correntes saíram de um crescimento real da ordem de 7,9% entre 2007 e 2010 para 11,9% entre 2011 e 2015.

Tabela 2 - Gasto Público Primário Federal, em % do PIB\*

<b>Discriminação</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Despesas Primárias</b>	17,2	16,8	17,0	17,3	18,5	19,6
<b>Pessoal e Encargos</b>	4,4	4,2	4,0	3,9	3,9	4,0
<b>Transferência de renda às famílias</b>	8,3	8,2	8,5	8,7	9,0	9,4
<b>Benefícios da Previdência</b>	6,6	6,5	6,6	6,7	6,9	7,4
<b>LOAS/RMV e Benefícios da Legislação</b>	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>Abono/Seguro Desemprego</b>	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8
<b>Bolsa Família</b>	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4
<b>Despesas de Capital</b>	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,0
<b>Investimento</b>	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	0,8
<b>Minha Casa Minha Vida</b>	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
<b>Outras Despesas Correntes</b>	3,3	3,2	3,3	3,5	3,9	5,3
<b>Despesas Obrigatórias</b>	0,8	0,7	0,8	1,0	1,2	2,6
<b>Custeio com saúde</b>	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4
<b>Custeio com educação</b>	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>Custeio com Ciência e Tecnologia</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

\*Dados do PIB do Sistema Contas Nacionais, referência 2010 (Tabela com dados no Anexo).

Fonte: Relatório de Análise Econômica dos Gastos Públicos Federais. Secretaria de Política Econômica (SPE), Ministério da Fazenda, 2016.

Neste sentido, depreende-se que no período de 2011 a 2014, a política fiscal desenvolvida pela gestão Dilma não gerou mudanças no tamanho do gasto público, mas na composição do mesmo (DWECK; TEIXEIRA, 2017; MELLO; ROSSI, 2018). Esta elucidação se dá pelo fato de que o forte aumento nos gastos correntes, impulsionado pelo crescimento nos gastos com desonerações tributárias, subsídios e subvenções, conforme pode se verificar a partir da tabela 3, foi maior do que os gastos com transferências de renda às famílias, que possuem uma tendência expansiva devido seu comportamento estar ligado a dispositivos legais e jurídicos, enquanto as despesas correntes são fruto de decisões de política econômica do governo (MELLO; ROSSI, 2018).



Tabela 3 - Evolução das Outras Despesas Correntes, em % do PIB

<b>Discriminação</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Outras Despesas Correntes</b>	3,3	3,2	3,3	3,5	3,9	5,3
<b>Despesas Obrigatórias</b>	0,8	0,7	0,8	1,0	1,2	2,6
<b>FUNDEB</b>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Desoneração</b>	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
<b>Auxílio CDE</b>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0
<b>Lei Kandir</b>	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
<b>Subsídios e Subvenções</b>	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,9
<b>Outros</b>	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	1,0
<b>Custeio com saúde</b>	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4
<b>Custeio com educação</b>	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>Custeio com Ciência e Tecnologia</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Benefícios ao Servidor</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Demais despesas de custeio</b>	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6

Fonte: Relatório de Análise Econômica dos Gastos Públicos Federais. Secretaria de Política Econômica (SPE), Ministério da Fazenda, 2016.

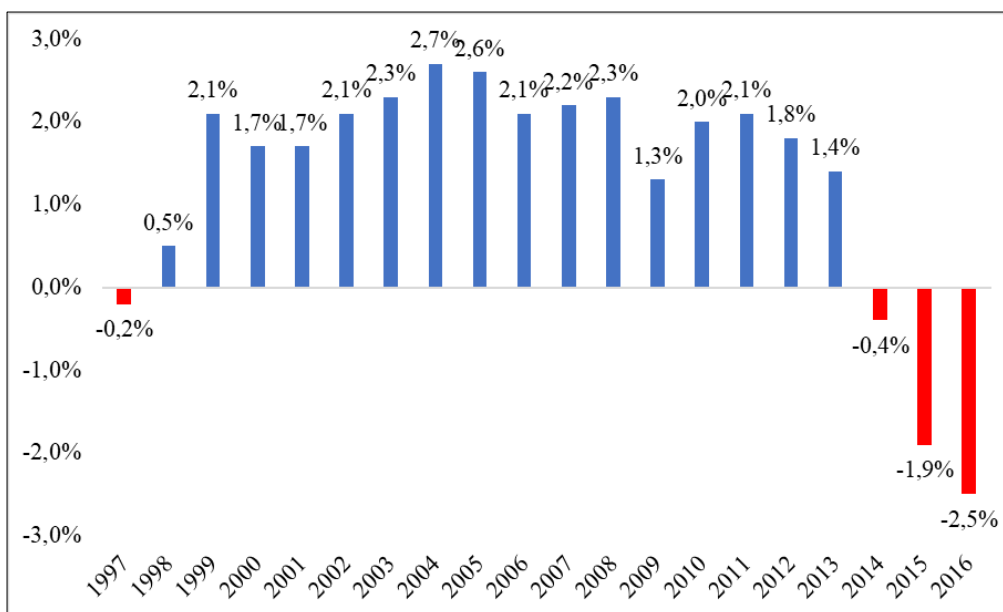
Partindo-se da premissa de que a política fiscal realizada durante o 1º governo Dilma não levou a expansão dos gastos públicos, mas sim a mudança em sua composição, a piora nos resultados fiscais, que passam a ser negativos a partir de 2015, pode ser explicada a partir do comportamento das receitas governamentais. De acordo com a tabela 4, é possível verificar que o crescimento real médio das receitas líquidas do governo são maiores que as despesas totais até a crise financeira mundial de 2008, invertendo-se esta lógica a partir de 2009. Diante da desaceleração das receitas e elevação nas despesas totais, verifica-se através do gráfico 6 a tendência de queda no superávit primário a partir de 2012, chegando a níveis negativos em 2014.

Tabela 4 - Taxa média real de crescimento por períodos selecionados\*

<b>Discriminação</b>	<b>1999-2008</b>	<b>2009-2014</b>	<b>2015-2016</b>
<b>Despesa Total</b>	5,7	6,6	-0,1
<b>Receita Líquida</b>	6,8	3,4	-7,2

\* Utilizou o índice IPCA para os cálculos. \*\* Ajustada retirando as principais receitas atípicas.  
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN) apud Dweck e Teixeira(2017)

Gráfico 6 - Resultado Primário do Governo Central Ajustado<sup>1</sup> - % do PIB

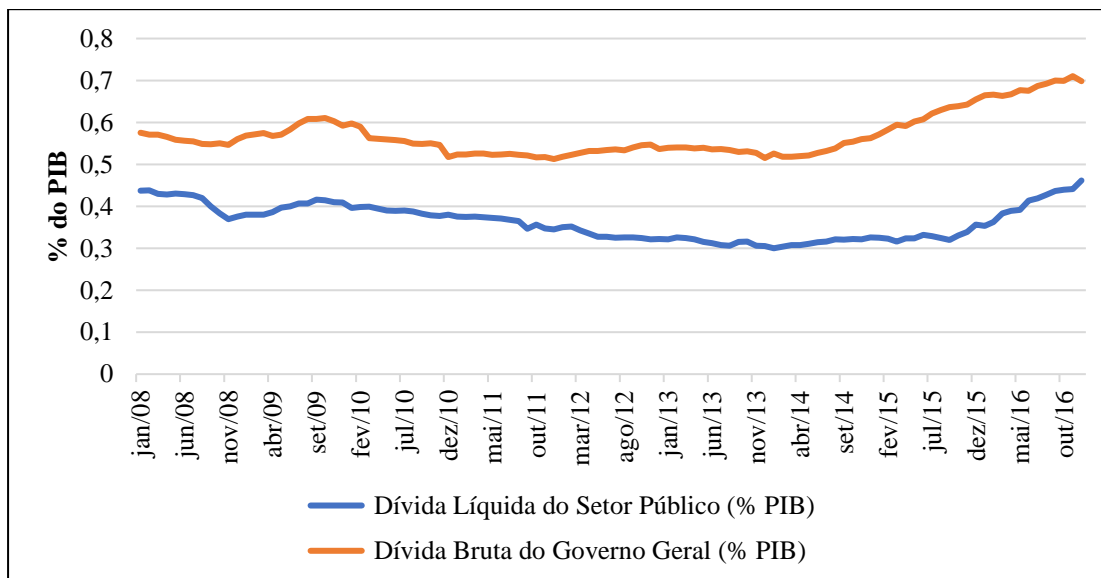


<sup>1</sup> Ajustado passivos, sem FSB e sem Cessão Onerosa e Capitalização da Petrobrás  
 Fonte: Elaboração própria a partir de dados da STN.

Para Dweck e Teixeira(2017), a queda nas receitas do governo figura como um dos motivos pelos quais o resultado primário se reduz durante o período de 2011 a 2014, e não propriamente em decorrência do aumento do gasto público como argumentam a crítica ortodoxa através da “tese da ganância”. Esta situação se deve ao fato de que a dívida pública durante o período de 2011 a 2014, ilustrada a partir do gráfico 7, mantém-se de forma estável o seu crescimento, pois entre janeiro de 2011 e maio de 2014 a dívida bruta oscila entre 51,85% do PIB e 52,14% do PIB, enquanto a dívida líquida passa de 37,53% do PIB em janeiro de 2011 para 32,59% do PIB em dezembro de 2014.

De acordo com Mello e Rossi(2018) a piora nos resultados primários em conjunto com mudanças na taxa de câmbio (que geraram valorização das reservas cambiais) e o crescimento dos ativos para instituições financeiras públicas (como os aportes realizados ao BNDES), fizeram com que a dívida bruta do governo reagisse primeiro em aumentos significativos em relação ao PIB em meados de 2014, se contrapondo à dívida líquida do setor público que reage de forma expansiva apenas em 2015. Para Dweck e Teixeira(2017), a trajetória da dívida pública durante o período em questão, tem ligação também com o aumento no pagamento de juros e com o crescimento real negativo do PIB.

Gráfico 7 - Dívida líquida do setor público e dívida bruta do governo geral entre janeiro/2008 e dezembro/2016, em % do PIB



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB.

Além das alterações verificadas nos gastos públicos durante o 1º governo Dilma, com a prática de abatimentos de investimentos do PAC da meta do resultado primário e assim a preservação de um espaço para manobras fiscais (DWECK; TEIXEIRA, 2017); a partir de 2012, com a promoção de ações público-privadas, o governo central passou a realizar concessões para projetos de infraestrutura com condições que visassem a redução dos custos nos investimentos e/ou que levassem ao aumento da margem líquida de lucro.

Através de medidas como, por exemplo, redução da taxa nominal de juros e da taxa de juros cobrada pelo BNDES<sup>11</sup> (implicando em aumento nos custos fiscais para o governo), desvalorização da moeda (para estimular os setores de bens transacionáveis, no qual o Brasil é tomador de preços), desonerações na folha de pagamento em setores intensivos em mão de obra e de impostos para importação de bens de capital, bem como isenções fiscais e subsídios para a inovação, foram praticadas durante o período do 1º mandato de Dilma como forma de estimular o crescimento econômico brasileiro pelo lado da oferta, com o estímulo ao investimento privado (MESQUITA, 2014; SERRANO; SUMMA, 2015).

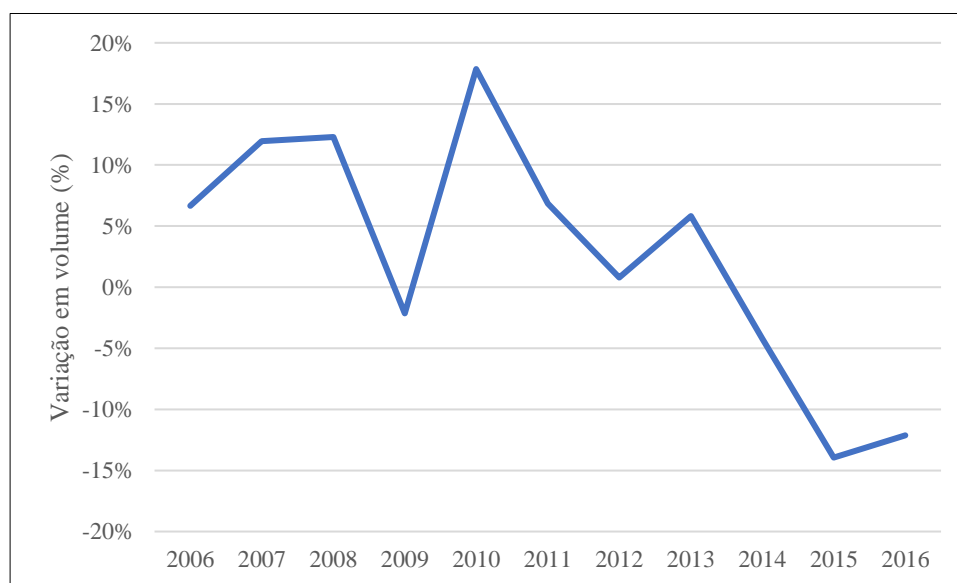
O esforço realizado pelo Estado para estimular o aumento do crescimento econômico pelo lado da oferta também contou com o uso dos bancos públicos na concessão de financiamento para o setor privado por meio do crédito a juros subsidiados. A

<sup>11</sup> Como, por exemplo, a linha de financiamento do Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

instrumentalização dos bancos públicos verificada durante o período de 2011 a 2014 se deu através da “guerra do spread” (MELLO; ROSSI, 2018), onde o governo Dilma incorreu na redução dos spreads bancários dos bancos públicos como forma de induzir o setor bancário privado a competir pelo mercado creditício brasileiro. Conforme salientam Mello e Rossi (2018), apesar da resistência encontrada no setor bancário privado, esta política de governo ajudou a ampliar a participação das instituições financeiras públicas no mercado de crédito, bem como levou à redução no custo de crédito para pessoas físicas e jurídicas.

Porém, mesmo diante do esforço do Estado em estimular o setor privado no aumento dos níveis de investimentos, tais medidas não surtiram efeitos na economia brasileira, visto que a formação bruta de capital fixo, que representa os “acréscimos ao estoque de ativos fixos destinados ao uso das unidades produtivas, realizados em cada ano, visando ao aumento da capacidade produtiva do país”(IBGE, 2018, p. 16), decresceu em volume entre 2011 de 6,83% para 0,78% em 2012, recuperando-se em 2013 com 5,83%, e atingindo patamar negativo em 2014 com variação de -4,22%, conforme ilustrado no gráfico 8.

Gráfico 8 – Formação Bruta de Capital Fixo - Variação em volume (% a.a.) entre 2006 e 2016



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

Para Serrano e Summa (2015), a mudança na política econômica não foi capaz de estimular o investimento privado, pois ao tentar fazê-lo via redução dos custos e/ou aumento da margem líquida dos lucros, gerou para a classe de investidores redução na perspectiva de aumento da demanda agregada, diante de um cenário de queda no consumo. A queda no

volume das despesas de consumo das famílias<sup>12</sup> entre 2011 que figurava em 3,5% e em 2014 apresentou a variação de -3,2%, explicita a conclusão à qual Serrano e Summa (2015) apresentam para o comportamento tímido do investimento.

Neste sentido, Gentil e Hermann (2017), a partir da visão keynesiana baseada no Princípio da Demanda Efetiva, argumentam que as desonerações tributárias praticadas durante o 1º governo Dilma, e que incidiram sobre a renda das famílias e empresas, não possuiu impacto sobre o investimento e consumo; isto porque o comportamento destes gastos privados depende de outras variáveis, como por exemplo, a estrutura tributária (que não sofreu grandes alterações entre o governo Lula e Dilma) e a expectativa dos agentes. Concomitante a este fato, o aumento dos subsídios e dos investimentos do programa MCMV em detrimento a outros tipos de investimentos, de acordo com Dweck e Teixeira(2017), também contribuíram para a redução do efeito multiplicador dos gastos públicos na variável PIB.

Deste modo, a estratégia da política fiscal do governo Dilma de compromisso com metas de superávit restritivas e controle inflacionário, acabou gerando uma inconsistência no campo fiscal no Brasil, pois a partir de 2009, exceto em 2011, o resultado primário do governo passa a decrescer, entrando em trajetória negativa em 2014. Sendo assim, a falta de coordenação e complementariedade da política fiscal e tributária durante o 1º governo Dilma, acabou levando a um cenário de redução do viés expansionista do gasto, e assim reduziu os efeitos que o gasto público poderia ter sobre a atividade econômica, levando a queda na variação em volume do PIB de 4%, em 2011, para 0,5%, em 2014 (GENTIL; HERMANN, 2017; DWECK; TEIXEIRA, 2017).

Logo, a adoção da NME durante o 1º governo Dilma, em conjunto com a inconsistência na política econômica desenvolvida, levou à desaceleração econômica no país entre 2011 e 2014, e ocasionou uma recessão econômica a partir de 2015. A constatação de um cenário de piora nos indicadores econômicos a partir de 2014, levaram o governo Dilma, que iniciaria um novo mandato em 2015, à estruturação de um novo arcabouço de soluções para a economia brasileira, no intuito de deter a recessão econômica que se delineava, como será explorado na próxima seção.

---

<sup>12</sup>Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais. Dados referente aos componentes do PIB, de acordo com a ótica da despesa. Para os anos de 2012 e 2013, a variação no volume das despesas de consumo das famílias apresentou respectivamente os índices de 3,6% e 2,3%.

### 3.3. Crise econômica: 2015-2018

Com a reeleição em 2014 da presidente Dilma Rousseff para um segundo mandato a partir de 2015, o governo federal se viu diante do desafio de encontrar soluções que freassem o ritmo da desaceleração econômica que havia começado em 2011 e que ao mesmo tempo equilibrassem as contas públicas que já apresentavam comportamento expansivo. Para colocar em prática um escopo de soluções que permitissem ao Estado brasileiro reorientar as variáveis macroeconômicas a fim de promover a retomada do crescimento econômico, a escolha do economista ortodoxo Joaquim Levy para a chefia da pasta do ministério da Fazenda, apresentou no fim de 2014 o processo de abandono das práticas da NME (CARVALHO, 2018; MELLO; ROSSI, 2018).

A solução desenhada pelo então novo ministro da Fazenda, compreendia na aplicação de medidas de austeridade através de um ajuste fiscal que seria capaz de levar o resultado primário do déficit de -0,6% em 2014 para o superávit de 1,2% em 2015 e 2% em 2016 e 2017 (CARVALHO, 2018; PRATES et.al, 2019). A estratégia da política econômica era a de que a realização de um ajuste fiscal ancorado no corte de gastos públicos seria uma das condições essenciais para a retomada da confiança dos investidores (PRATES et.al, 2019), e conseqüentemente levaria ao crescimento econômico com a volta da elevação nos índices de investimento.

Para Mello e Rossi (2018), o ajustamento proposto no início de 2015 tinha também como uma de suas estratégias equilibrar os preços relativos através de medidas restritivas na política monetária, cambial e creditícia. No escopo geral de medidas realizadas em conjunto com o ajuste fiscal de 2015, houve o reajuste dos preços administrados pela federação que se encontravam defasados, a liberalização da gestão da taxa de câmbio que passaria a seguir a lógica do mercado, a retirada de incentivos fiscais, e a redução do crédito subsidiado, no sentido de retomar a forma original do tripé macroeconômico.

A política monetária durante o 2º governo Dilma<sup>13</sup> teve como espectro o arrocho monetário através da elevação da Selic – seguindo a tendência iniciada em 2013 – de 12,25% em janeiro de 2015 para 14,25% até meados de outubro de 2016, no intuito de realizar o controle da inflação, que no ano de 2015 havia ultrapassado a meta de 4,5% e seu limite superior de 2% e alcançado o patamar de 10,67% (MELLO; ROSSI, 2018). Na concepção

---

<sup>13</sup> A presidente Dilma Rousseff foi afastada da Presidência da República em 12/05/2016 após abertura de processo de impeachment, perdendo o seu mandato em 31/08/2016. Após a data de 12/05/2018 o vice-presidente Michel Temer assumiu a Presidência da República até a data de 31/12/2018.

de Mello e Rossi (2018) a constante elevação da Selic sinalizou que o governo tratou a inflação como tendo raízes em alterações na demanda e não como advinda de choque de custos, que podem ter sido impactados diretamente pelo desrepresamento abrupto dos preços administrados. Neste sentido, Carvalho (2018) argumenta que não havia necessidade de se manter a constante elevação da Selic passado o choque inflacionário causado pelo reajuste dos preços administrados, pois a aceleração da inflação de 2015 continha forte componente inercial de 2014, e assim tal efeito se dissiparia para o período de 2016; e com isto o comportamento do Copom acabou prejudicando o controle da dívida pública, pelo fato de muitos títulos da dívida pública serem atrelados a índices de preços (MELLO; ROSSI, 2018).

Além de aplicar um arrocho monetário com a alta da Selic, a política creditícia adotou um viés contracionista com a limitação de linhas de financiamento e elevação nas taxas de juros de empréstimos subsidiados – com a Taxa de Juros a Longo Prazo(TJLP) passando de 5% a.a. em 2014 para 7% a.a. em 2015 – em conjunto com a descontinuação do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), levou a queda na concessão do crédito livre e do crédito com recursos direcionados; porém o contracionismo praticado na política creditícia concomitantemente com a política monetária não foram capazes de conter a inflação no ano de 2015 (MELLO; ROSSI, 2018).

Em relação à política cambial o anúncio do fim do programa de swaps cambiais levou a inflexão no caráter intervencionista que a política cambial havia adotado até 2014 (CARVALHO, 2018; MELLO; ROSSI, 2018). Como neste período a posição vendida do BCB era alta, esta alteração na estratégia de intervenções do BCB no mercado de câmbio acabou por levar a desvalorização do real que passou de R\$2,64 em dezembro de 2014 para R\$3,87 em dezembro de 2015<sup>14</sup>.

Diante da forte desvalorização pela qual o real passou em 2015, o BCB interviu no mercado de câmbio por meio das operações de swaps cambiais para tentar reduzir as perdas excessivas de empresas com passivo e moeda estrangeira (MELLO; ROSSI, 2018; PRATES, 2019). Esta desvalorização cambial de 2015, incorreu em maiores custos fiscais ao governo central uma vez que a elevação do pagamento relativo as swaps cambiais foi contabilizada com o pagamento de juros nominais, impactando assim o resultado primário (CARVALHO, 2018; MELLO; ROSSI, 2018).

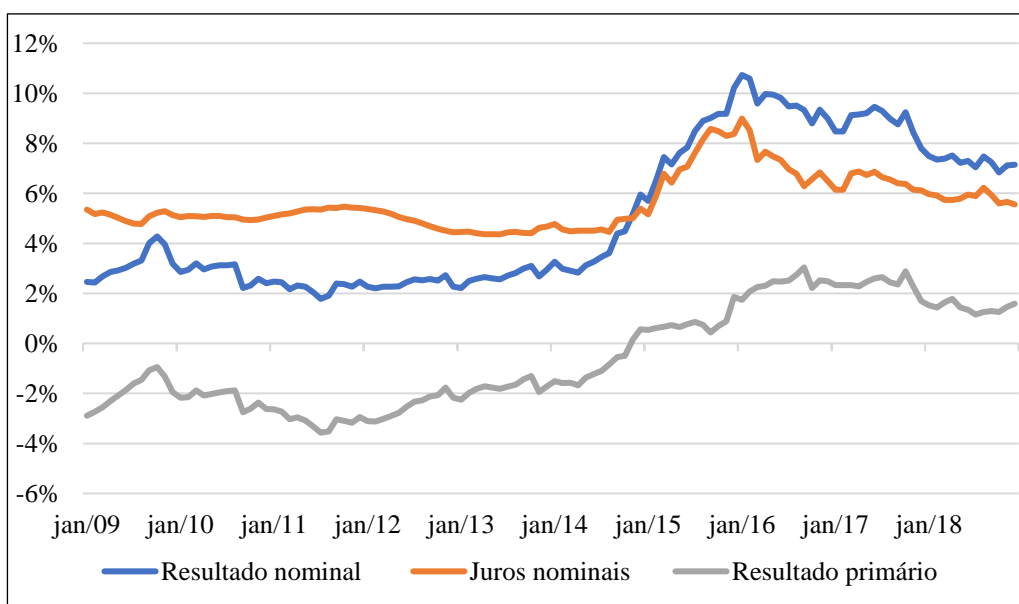
---

<sup>14</sup> Taxa de câmbio R\$/US\$ comercial (valor de venda) média do período. Fonte: BCB, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos (Bacen / Boletim / BP) apud Ipeadata, 2019.

Em conjunto com o aumento do pagamento das perdas de swaps cambiais, durante o período de 2015, houve piora no desempenho do resultado nominal por conta do aumento com gastos com juros nominais, conforme pode ser verificado no gráfico 9. A piora no resultado nominal também pode ser atribuída, de acordo com Mello e Rossi(2018), à constante elevação da taxa Selic que se deu durante o ano de 2015.

Neste sentido, o comportamento de queda nas receitas tributárias em 2015, a elevação no pagamento de juros nominais, e a própria recessão econômica levaram a revisão das metas de resultado primário pela equipe econômica para 0,15% do PIB em 2015, para 0,7% do PIB em 2016 e 1,3% do PIB. Diante do fracasso do ajuste fiscal, que prometeu a retomada da confiança no ambiente econômico e, conseqüentemente, um crescimento oriundo de uma política fiscal contracionista. Porém, serviu para alavancar o aumento da dívida pública, tensionando fortemente a aceleração inflacionária e levando a perda de grau de investimento por agências de classificação de risco, em dezembro de 2015. A presidente Dilma substituiu o comando da pasta da Fazenda das mãos de Joaquim Levy para Nelson Barbosa, que à época era ministro do Planejamento, demonstrando assim que as medidas abruptas impostas desde o começo do ano de 2015 necessitavam de gradualismo em sua condução (CARVALHO, 2018).

Gráfico 9 - Necessidade de financiamento do setor público: resultado nominal, juros nominais e resultado primário em proporção ao PIB, de janeiro de 2009 a dezembro de 2018



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.



Sob o comando de Barbosa, houve o envio para o Congresso Nacional da solicitação de redução do resultado primário em março de 2016; e, paralelamente, à nova revisão do resultado primário, propôs-se reformas estruturais (como a reforma da Previdência, por exemplo) e o estabelecimento de um limite para a expansão dos gastos correntes e com pessoal do governo (CARVALHO, 2018; PRATES et.al, 2019). Porém, com a crise política que se instalou mediante o envolvimento de políticos e ex-agentes públicos em investigações federais sobre corrupção, em conjunto com o avanço da recessão econômica e a perda de apoio popular e do empresariado, as ações de política econômica propostas pela nova equipe econômica sob o comando de Barbosa não lograram sucesso, principalmente, após o afastamento via processo de *impeachment* da presidente Dilma e sua substituição pelo vice-presidente Michel Temer, a partir de maio de 2016.

Sendo assim, a política econômica praticada durante 2015 e 2016, sob a direção da presidente Dilma, levou à deterioração das contas públicas pelo lado dos fluxos (devido a piora nos resultados nominal e primário) e pelo lado dos estoques (com a alavancagem da dívida bruta e líquida a partir de 2015, conforme o gráfico 7), a redução da confiança empresarial e dos níveis de investimentos, e levando a atividade econômica da desaceleração para a recessão (MELLO; ROSSI, 2018). A estratégia da austeridade baseada no combate a elevação dos indicadores fiscais, com ênfase no corte dos investimentos públicos e aumento dos juros, desvirtuando-se de outras prováveis fontes que alimentavam a desaceleração econômica brasileira como as alterações no comércio internacional, por exemplo; acabou reduzindo o bem-estar da população que se viu em um cenário de elevação do desemprego de 6,5% em dezembro de 2014 para 11,2% em maio de 2016<sup>15</sup>.

Com a mudança do governo Dilma para o governo Temer, a partir de maio de 2016, a política econômica brasileira sofreu novo revés em sua condução. A substituição de Barbosa por Henrique Meirelles (ex-presidente do BCB durante os governos Lula) levou a busca pelo reforço do tripé macroeconômico por meio da política econômica (PRATES et.al., 2019).

De acordo com Carvalho (2018), o governo Temer procurou conduzir a política econômica baseada em quatro pilares: contenção da inflação, controle de gastos, reforma da Previdência e retomada do crescimento. É importante salientar que a gestão Temer baseou-se no programa “Uma ponte para o futuro” (PRATES et.al, 2019), capitaneado pelo então

---

<sup>15</sup> Percentual de pessoas desocupadas em relação às pessoas na força de trabalho na semana de referência. Fonte: Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) /IBGE, apud Ipeadata (2019).

vice-presidente Temer, em dezembro de 2015, que tinha como principais propostas para a retomada do crescimento brasileiro com “[...] a flexibilização das leis trabalhistas, o fim da obrigatoriedade de gastos com saúde e educação e a desindexação de benefícios previdenciários ao salário mínimo” (CARVALHO, 2018, p. 109).

A política monetária durante o governo Temer, na visão de Prates et.al (2019) se tornou mais conservadora até o primeiro trimestre de 2017, pois mesmo com a queda no índice de inflação acumulada desde junho de 2016, o Copom somente iniciou a fase de cortes na taxa Selic em outubro do mesmo ano. A política cambial por sua vez, sob a orientação do novo presidente do BCB Ilan Goldfajn passou a ter viés menos intervencionista, seguindo a lógica do mercado e assumindo o regime de flutuação limpa (PRATES et. al, 2019).

A mudança mais notável na condução da política econômica se deu com a aprovação da Emenda Constitucional 95 (EC 95) em 13/12/2016 pelo Senado Federal, que instituiu o Novo Regime Fiscal no qual por vinte exercícios financeiros se limita o crescimento das despesas primárias com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do ano anterior ao do exercício financeiro vigente dos três poderes (Executivo, Legislativo e Judiciário), do Ministério Público da União e Defensoria Pública da União. Como bem salientam Carvalho (2018) e Prates et. al(2019), a EC 95 ou “o teto de gastos” – alcunha conferida a EC 95 durante seu processo de tramitação no Congresso Nacional – não significa um ajuste fiscal com resultados a curto prazo, ou até mesmo uma agenda de crescimento econômico, pelo fato de que ao limitar os gastos para áreas consideradas essenciais para a população como saúde e educação, e também por retirar a possibilidade de aplicação de uma política fiscal anticíclica em momentos de desaceleração e até mesmo recessão econômica, torna-se no longo prazo um instrumento de redução do papel do Estado na provisão e garantia do bem-estar social da população.

Além de conquistar a aprovação da EC 95 junto ao Congresso Nacional, a gestão Temer também logrou sucesso na aprovação da Reforma Trabalhista com a lei nº 13.467/2017, que em consonância com o programa “Uma ponte para o futuro” realizou alterações na Consolidação das Leis Trabalhistas (CLT), flexibilizando as leis do trabalho no Brasil. No intuito de estimular a retomada do crescimento via setor privado, o governo Temer lançou em fevereiro de 2017 um pacote de medidas para atrair o investimento privado, através de facilidade na venda de terras para compradores de outros países e limitando-se as exigências de conteúdo nacional nas atividades de exploração do pré-sal (CARVALHO, 2019).

Para além destas ações de facilitação do investimento privado, o governo por meio do Programa de Parceria de Investimentos (PPI) apresentou um programa no qual R\$ 30 bilhões de reais <sup>16</sup>seriam disponibilizados pelos bancos públicos BB, CEF e BNDES para financiamento de licitações de obras de infraestrutura, na qual os bancos públicos assumiriam o risco na emissão de debêntures dos potenciais interessados no programa. Em detrimento ao lado da oferta, que foi beneficiado por medidas pensadas exclusivamente para a retomada da confiança do empresariado e a volta do aumento nos níveis de investimento; a política social durante a administração Temer manteve o reajuste do salário mínimo e do programa Bolsa Família (PRATES et. al, 2019), porém jamais tentou em formular uma reforma tributária que se alinhasse ao propósito de atenuar a carga tributária sobre o consumo da população de baixa renda, e assim lançar um estímulo para a retomada do crescimento via consumo.

De acordo com Prates et.al (2019), a mudança do governo Dilma para Temer trouxe para a política econômica um *mix* de medidas no campo fiscal, monetário e cambial que permitem classificar tal alternância para fortemente ortodoxa, pois construíram-se e desenvolveram-se ações que visavam a busca pela forma pura do tripé macroeconômico. Os equívocos e acertos realizados durante o período de 2015 a 2018, ainda serão contabilizados e inferidos nos próximos anos.

O período entre 2015 e 2018, especialmente os anos de 2015 e 2016, que apresentaram queda no PIB<sup>17</sup> de -3,5% e -3,3%, respectivamente, em comparação aos anos anteriores, trouxeram para o cenário econômico brasileiro um período de recessão sucedida de uma retomada lenta da recuperação do crescimento. Isto porque, segundo Carvalho (2018), em comparação com outras grandes crises econômicas brasileiras, como as crises de 1981 e 1989; a crise de 2015-2016 com uma duração de onze trimestres, encontra-se em um processo lento de recuperação do potencial de crescimento da atividade econômica à níveis pré-crise.

Sendo assim, a formulação de uma ou mais consequências sobre as medidas implementadas no período analisado seria precipitado; porém o que se pode concluir deste período é que a crise política que se instaurou desde as manifestações de 2013, atingiu seu ápice com o processo de *impeachment* em 2016. Neste sentido, as intercorrências no cenário político deixaram pouco espaço para a condução de uma política econômica com foco nos

---

<sup>16</sup> WIZIACK, J.; AMORA, D.; HAUBERT, M. “Bancos públicos terão pelo menos R\$ 30 bi para nova rodada de concessões”. Disponível em: < <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/09/1812900-bancos-publicos-terao-pelo-menos-r-30-bi-na-nova-rodada-de-concessoes.shtml>> Acesso em: 07/11/2019.

<sup>17</sup> Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Contas Nacionais.

principais condicionantes da desaceleração econômica iniciada em 2011, levando à perda do bem estar social da população que, no fim do ano de 2018, convivia com altas taxas de desemprego e baixas perspectivas ante à garantia de proteção social por parte do Estado brasileiro.

Neste sentido, verifica-se no período analisado pelo trabalho, entre 2008 e 2018, que as medidas de política econômica de caráter anticíclico auxiliaram no combate aos efeitos que a crise financeira de 2008 traria para a economia brasileira, bem como o comércio externo brasileiro com economias importadoras de produtos básicos geraram um cenário favorável para a retomada da atividade econômica e a manutenção do mercado de consumo e conseqüentemente da dinâmica de crescimento da economia brasileira. Porém, conforme observado na subseção 3.2, a utilização de instrumentos para o aumento da participação do setor privado nas tomadas de decisões de crescimento econômico, acabou por reduzir a efetivação de investimentos que pudessem expandir a capacidade produtiva brasileira e assim levar a um processo de amadurecimento do processo de crescimento e desenvolvimento econômico brasileiro.

Concomitantemente às inconsistências no manejo dos instrumentos de política econômica, o agravamento da crise política que se delineou a partir de 2013 levou à piora no cenário econômico, e, conseqüentemente, à instabilidade para o estabelecimento de uma agenda gradual de revés na política econômica que vinha sendo desenvolvida até 2014. Diante desta conjuntura, a análise da atuação dos bancos públicos federais à níveis nacionais, como o BB e a CEF, torna-se um componente relevante para a formulação de novas concepções sobre o papel que tais instituições desempenham na dinâmica do crescimento econômico brasileiro; principalmente, porque tais instituições foram utilizadas de forma ativa na política econômica entre 2008 e 2014.

Neste sentido, a próxima seção buscará identificar se o comportamento ao qual as instituições financeiras públicas BB e CEF foram condicionadas durante o período de 2011 a 2014 com a NME, se manteve após o abandono das medidas que compunham a NME no período de 2015 a 2018. Sendo assim, a próxima seção tem como principal intuito verificar como se deu o comportamento da estrutura patrimonial dos principais BP's brasileiros entre 2015 e 2018 com o fim da NME.

#### 4. ANÁLISE DO AJUSTE DO PORTFÓLIO DOS BANCOS PÚBLICOS ENTRE 2015 E 2018: DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DO BB E CEF

Entre 2008 e 2014, de acordo com o exposto na seção 3, os bancos públicos brasileiros tiveram papel relevante na dinâmica do crescimento e desenvolvimento econômico no Brasil. Como bem salienta Carvalho e Tepassê (2010), os BP's após a crise de 2008 exerceram papel de apoio às políticas anticíclicas com preponderância no aumento do crédito no SFN como um todo; atividade que segundo os autores foi possibilitada devido ao reforço do caráter comercial das instituições financeiras públicas por meio do aumento da captação de recursos via depósitos do público.

A partir do exame elaborado na seção 3 acerca das modulações ocorridas na política econômica entre 2008 e 2018, pode-se depreender que os BP's brasileiros demonstraram caráter idiossincrático ao terem suas diretrizes em alinhamento com as políticas de Estado desenvolvidas, principalmente no tocante as medidas de enfrentamento da crise financeira de 2008. Neste sentido, como explicitado na seção 3, a partir de 2015 se verifica a condução da política econômica brasileira baseada em um modelo de crescimento econômico de teor austero.

Sendo assim, com o abandono dos preceitos da NME – modelo de crescimento econômico no qual a política creditícia facilitava o acesso à crédito subsidiado e linhas de financiamento com recursos do Estado – em conjunto com o caráter contracionista que se impôs na política monetária, torna-se objeto de inferência do presente trabalho as possíveis alterações que a estrutura patrimonial dos BP's teve com o abandono da política creditícia da NME, que contava com o uso dos BP's como um de seus principais instrumentos de atuação. Desta forma, a presente seção destina-se à análise da atuação dos BP's brasileiros com atuação a nível nacional, com enfoque específico nas instituições BB e CEF, no intuito de observar se a redução da relevância dos BP's brasileiros na condução da política econômica nacional com o fim da NME levou a alterações na estrutura patrimonial que podem indicar que tais instituições estejam atuando no SFN de forma semelhante aos bancos privados.

Para a realização desta análise, o presente trabalho segue a metodologia proposta por Lima (2009), pois:

“A análise através de portfólios é bastante útil pois permite verificar – e quantificar – as opções de aplicações (ativos) dos bancos e a maneira como eles captam a liquidez necessária para essas ações (passivo).” (LIMA, 2009, p. 40).

Nesse sentido, conforme indicado por Lima(2009), a análise de ajuste de portfólio dos bancos deve ser realizada mediante a divisão do período a ser observado levando-se em consideração as mudanças relevantes na conjuntura econômica brasileira e internacional; desta forma, a partir desta lógica, a presente análise está limitada na observação do período entre 2011 a 2018, dividido em duas fases, sendo a 1ª fase de 2011 a 2014 – período em que se compreendem os pressupostos da NME na política econômica brasileira – e a 2ª fase de 2015 a 2018 – período após a NME – com a apresentação dos dados semestrais para cada ano observado. No tocante à questão sobre a classificação dos bancos, Lima (2009) sugere que a separação dos mesmos seja realizada de acordo com o controle patrimonial de tais instituições; porém como destacado anteriormente o presente trabalho tem como principal eixo investigador as possíveis alterações pela qual a estrutura patrimonial dos BP's que atuam com carteira comercial e possuem agências de atendimento ao público em todo o território nacional passaram após 2015.<sup>18</sup>

Sendo assim, as instituições a serem examinadas serão o BB e a CEF, a partir da análise dos dados presentes nas demonstrações contábeis consolidadas de cada instituição. As demonstrações contábeis consolidadas são elaboradas de acordo com as normas presentes no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif) de autoria do BCB. Segundo as normas do Cosif, a consolidação operacional das demonstrações financeiras apresenta os resultados de duas ou mais instituições de conglomerado financeiro; tendo como principal conceito para a formação de um conglomerado:

“o conjunto de entidades financeiras vinculadas diretamente ou não, por participação acionária ou por controle operacional efetivo, caracterizado pela administração ou gerência comum, ou pela atuação no mercado sob a mesma marca ou nome comercial.” (Circular nº 1273, BCB, 1987).

Desse modo, seguindo os predispostos apresentados, a presente seção de análise do comportamento da estrutura patrimonial dos bancos escolhidos a partir de 2015 está estruturada em três subseções além desta introdução. A primeira subseção apresentará a forma como as demonstrações contábeis dos bancos são estruturadas no Brasil. A segunda subseção apresenta a análise dos dados contábeis do BB e a terceira subseção traz a análise sobre os dados contábeis da CEF, a fim de verificar por meio do exame do ajuste de portfólios

---

<sup>18</sup> O BNDES não foi analisado no presente trabalho, pois o mesmo trata-se de instituição pública que não possui carteira comercial, não tendo atuação como banco múltiplo, como é o caso do BB e da CEF.

de tais bancos as possíveis alterações na estrutura patrimonial dessas instituições financeiras públicas.

#### 4.1.As demonstrações contábeis no Brasil

As demonstrações contábeis de instituições bancárias autorizadas pelo BCB a funcionar no Brasil, vem seguir as normas constantes no Plano Cosif. No quadro 1, são apresentadas as principais contas do ativo e passivo presentes no balanço patrimonial dos BP's que serão alvo de análise do presente trabalho.

Quadro 1 - Estrutura do Balanço Patrimonial dos bancos no Brasil de acordo com o Plano Cosif

ATIVO	PASSIVO
<p>CIRCULANTE E REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Disponibilidades</li> <li>▪ Aplicações Interfinanceiras de Liquidez</li> <li>▪ Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos</li> <li>▪ Relações Interfinanceiras</li> <li>▪ Relações Interdependências</li> <li>▪ Operações de Crédito</li> <li>▪ Operações de Arrendamento Mercantil</li> <li>▪ Outros Créditos</li> <li>▪ Outros Valores e Bens</li> </ul> <p>PERMANENTE</p>	<p>CIRCULANTE E EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Depósitos</li> <li>▪ Captações no Mercado Aberto</li> <li>▪ Recursos de Aceites e Emissão de Títulos</li> <li>▪ Relações Interfinanceiras</li> <li>▪ Relações Interdependências</li> <li>▪ Obrigações por empréstimo</li> <li>▪ Obrigações por repasses do país – instituições oficiais</li> <li>▪ Instrumentos Financeiros Derivativos</li> <li>▪ Obrigações por Repasses Exterior</li> <li>▪ Outras Obrigações</li> </ul> <p>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</p>

Fonte: BCB. Elaboração própria.

De acordo com o Plano Cosif, as contas do ativo do balanço patrimonial são dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez. Os direitos (pelo lado do ativo) e/ou obrigações (pelo lado do passivo) classificados como circulante correspondem a valores realizáveis no

curso de doze meses seguintes ao balanço patrimonial, enquanto os valores classificados como realizável e exigível a longo prazo referem-se a valores realizáveis após o término dos doze meses seguintes ao balanço patrimonial.

#### 4.1.1. Contas do Ativo

A conta de disponibilidades de acordo com Lima (2009) é a conta mais líquida do banco. Esta conta é composta pelos valores do Caixa dos bancos, reservas livres, disponibilidades em moeda estrangeira e aplicações em ouro. As aplicações interfinanceiras de liquidez “são uma forma dos bancos gerarem receita com seus ativos sem, no entanto, abrir mão da liquidez” (LIMA, 2009, p. 43), nesta conta incluem-se aplicações no mercado aberto, em depósitos interfinanceiros, em depósitos voluntários junto ao BCB e em depósitos em poupança.

A conta de títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos, é composta pelos títulos que estão em posse do banco, e pelos derivativos que são “contratos negociados nos mercados a termo, de futuros, de opções e de *swaps*” (NIYAMA, 2012, p. 95). A conta de relações interfinanceiras compõem o registro das relações entre as instituições financeiras, como o serviço de compensação de cheques e outros papéis, por exemplo (LIMA, 2009). A conta de relações interdependências é composta por registros de transferências de recursos que ocorrem em caráter interno dentro de uma instituição financeira (LIMA, 2009).

As operações de crédito se caracterizam por conter os registros dos empréstimos – que não necessitam ter destinação explícita – e financiamentos – que possuem destinação pré-estabelecida – que o banco realiza (LIMA, 2009). De acordo com Niyama(2012), as operações de créditos são a fonte de receita mais significativa pois são a principal aplicação de recursos que são captados por instituições financeiras; porém como salienta Lima(2009), as operações de crédito é conta que possui a principal fonte de risco de crédito para os bancos devido ao risco da inadimplência.

As operações de arrendamento mercantil, comumente conhecidas como *leasing*, é a conta composta pelos contratos onde há a transferência dos riscos e/ou benefícios do uso de um bem arrendado ao arrendatário (NIYAMA, 2012). A conta de outros créditos é formada por transações referentes a carteira de câmbio do banco, rendas a receber, negociação e



intermediação de valores, créditos específicos, operações especiais, ou seja, são operações de créditos que não possuem a dinâmica das operações de crédito tradicionais (LIMA, 2009).

A conta de outros valores e bens abrange as participações societárias, os bens de não uso próprio, materiais em estoque, valores em moedas estrangeiras e despesas antecipadas. O ativo permanente compreende os investimentos no exterior, as participações em coligadas e controladas do banco, além dos bens materiais dos bancos como edificações, equipamentos, entre outros (LIMA, 2009).

#### 4.1.2. Contas do Passivo

O passivo de um banco é constituído das obrigações (dívidas) que tal instituição adquiriu para captar recursos que serão utilizados para financiar seus respectivos ativos (LIMA, 2009). Neste sentido as operações constantes no passivo de um banco caracterizam o movimento de intermediação realizado pelos bancos entre os credores e tomadores de recursos (NIYAMA, 2012).

A conta de depósitos é formada pelos depósitos à vista, a prazo, de poupança e interfinanceiros. Os depósitos à vista são de livre movimentação e são mantidos por pessoas físicas e jurídicas (NIYAMA, 2012), sendo considerados tão líquidos quanto a moeda, pois podem ser sacados a qualquer momento, e por isso constituem a conta mais líquida do lado do ativo (LIMA, 2009). Os depósitos a prazo são recursos captados pelos bancos que não podem ser livremente movimentados e possuem data pré-estabelecida para o seu resgate (NYAMA, 2012).

Os depósitos de poupança são recursos captados pelos bancos que possuem rendimentos apurados mensalmente, e foram criados no fim da década de 1960 como alternativa para o fomento do crédito habitacional mediante o fortalecimento da poupança popular (NYAMA, 2012), sendo consideradas as aplicações mais seguras do SFN (LIMA, 2009). Os depósitos interfinanceiros, conhecidos como Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), estabelecem a regulação da liquidez entre as instituições financeiras que integram o SFN (NYAMA, 2012).

A conta de captações de mercado representa os títulos do banco e/ou de terceiros que estão em posse de outras instituições e que, ao fim de um prazo estabelecido, os bancos serão obrigados a recomprá-los (LIMA, 2009). A conta de recursos de aceites e emissão de títulos

comportam os recursos captados pelos bancos por meio da emissão de letras de câmbio, letras imobiliárias e hipotecárias e debêntures (NYAMA, 2012).

As relações interfinanceiras e de interdependências são semelhantes as contas registradas no ativo dos bancos, porém como são registradas no lado do passivo são obrigações que os bancos adquirem com outras instituições financeiras. A conta de obrigações por empréstimos compreende os recursos captados pelos bancos junto a outras instituições privadas; enquanto a conta de obrigações por repasse do país abrange os recursos que são recolhidos juntos a instituições e órgãos oficiais, como os recursos recebidos do Tesouro Nacional, por exemplo.

A conta de instrumentos financeiros derivativos, assim como as contas registradas no lado do ativo, são “contratos negociados nos mercados a termo, de futuros, de opções e de *swaps*” (NIYAMA, 2012, p. 95) no qual os bancos possuem obrigações com sua liquidação. A conta de obrigações por repasses exterior abrange os recursos captados pelos bancos junto a instituições estrangeiras (LIMA, 2009).

Na conta outras obrigações registram-se o restante de recursos que são captados pelos bancos, como por exemplo, os recursos oriundos por carteira de câmbio, negociação e intermediação de valores, entre outros (LIMA, 2009). O patrimônio líquido por sua vez abrange os grupos de conta como capital social, reserva de capital, reserva de reavaliação, lucros ou prejuízos acumulados, ações em tesouraria (NIYAMA, 2012).

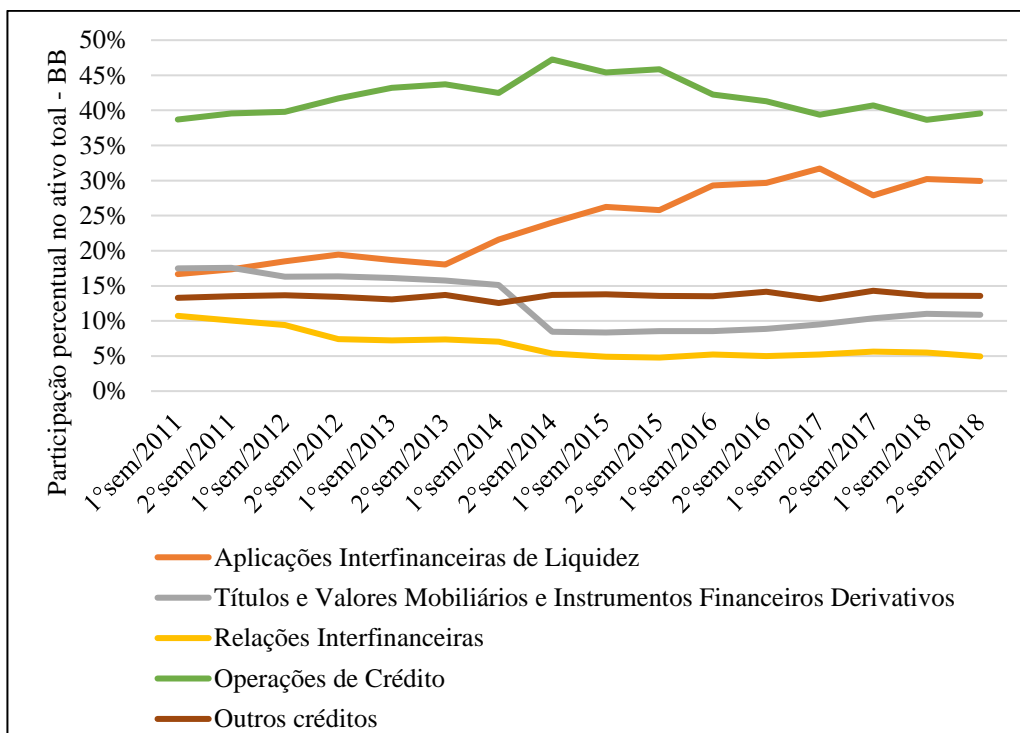
#### 4.2. Banco do Brasil (BB)

O BB foi fundado em 12 de outubro de 1808 por Dom João VI, quando a corte portuguesa se transferiu para o Brasil, sendo a primeira instituição bancária a atuar no país. Atualmente, o BB é uma companhia aberta de capital misto, tendo como principal acionista a União Federal que possui 50% das ações da instituição (BB, 2019). O BB atua como agente financeiro do Tesouro Nacional, possuindo presença em todos os segmentos do SFN brasileiro, além de figurar como o maior banco agrícola do país (CARVALHO; TEPASSÊ, 2010).

Os dados da análise dos ajustes do portfólio do BB contemplam as informações contábeis oriundas das demonstrações contábeis consolidadas do BB, que por sua vez possuem o registro das operações das agências e subsidiárias do BB no Brasil e no exterior, bem como das empresas controladas pelo BB. Sendo assim, o gráfico 10 apresenta as

principais contas do ativo do BB em relação ao percentual de participação na conta do ativo total durante o período de 2011 a 2018.

Gráfico 10 - Principais contas do Ativo do BB em relação ao percentual da conta no Ativo Total



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Demonstrações Contábeis Consolidadas BB.

Como se pode verificar a partir do gráfico 10, as operações de crédito figuram como as principais aplicações realizadas pelo BB. A conta de operações de crédito durante o período de vigência da NME, entre o 1º sem./2011 e 2º sem./2014, apresentou tendência de crescimento na sua participação no ativo total do BB. Este crescimento se explica devido a relevância do crédito ao setor privado, que passou de 39,7% no 1º sem./2011 para 44,4% no 2º sem./2014 de participação no ativo total do BB. Com a reversão da NME a partir do 1º sem./2015, a participação das operações de crédito no ativo total reduz de 42,1% (1º sem./2015) para 36,5% no 2º sem./2018; evidenciando deste modo a redução da atividade econômica, e, conseqüentemente, a recessão econômica de 2015 a 2016, o que inibiu o investimento do setor privado com recursos oriundos de operações de crédito.

A conta de títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos apresentou queda desde o 1º sem./2011 com forte acentuação da queda entre o 1º sem./2014 e 2º sem./2014, mantendo após este período de forma estável até o 1º sem./2016. Esta conta

voltou a crescer a partir do 2ºsem./2016 de forma modesta, com grande participação das operações de carteira própria que aumentaram sua participação no ativo total do BB de 5,7% no 2ºsem./2016 para 7,8% no 2ºsem./2018.

Os recursos aplicados e registrados na conta de relações interfinanceiras reduziram durante o período da NME, entre o 1ºsem./2011 e o 2ºsem./2014, e após este período até o 2ºsem./2018 apresentou níveis estáveis de até 5,0%. É importante salientar que no caso do BB, as operações que sofreram reduções significativas nesta conta foram os créditos vinculados ao BCB, que reduziram de 10% no 1ºsem./2011 para 5,0% no 2ºsem./2014. Após o 1ºsem./2015 estas operações não alcançaram níveis superiores a 5,0% na sua participação no passivo total do BB.

A conta de outros créditos que abrange os recursos aplicados em operações de carteira de câmbio, por exemplo, apresentou níveis estáveis, variando entre 13% e 14% no período da NME e pós-NME. A conta de aplicações interfinanceiras de liquidez, que abrange as operações relacionadas a aplicações no mercado aberto e em depósitos interfinanceiros, apresentaram crescimento após o abandono da NME, a partir do 2ºsem./2014.

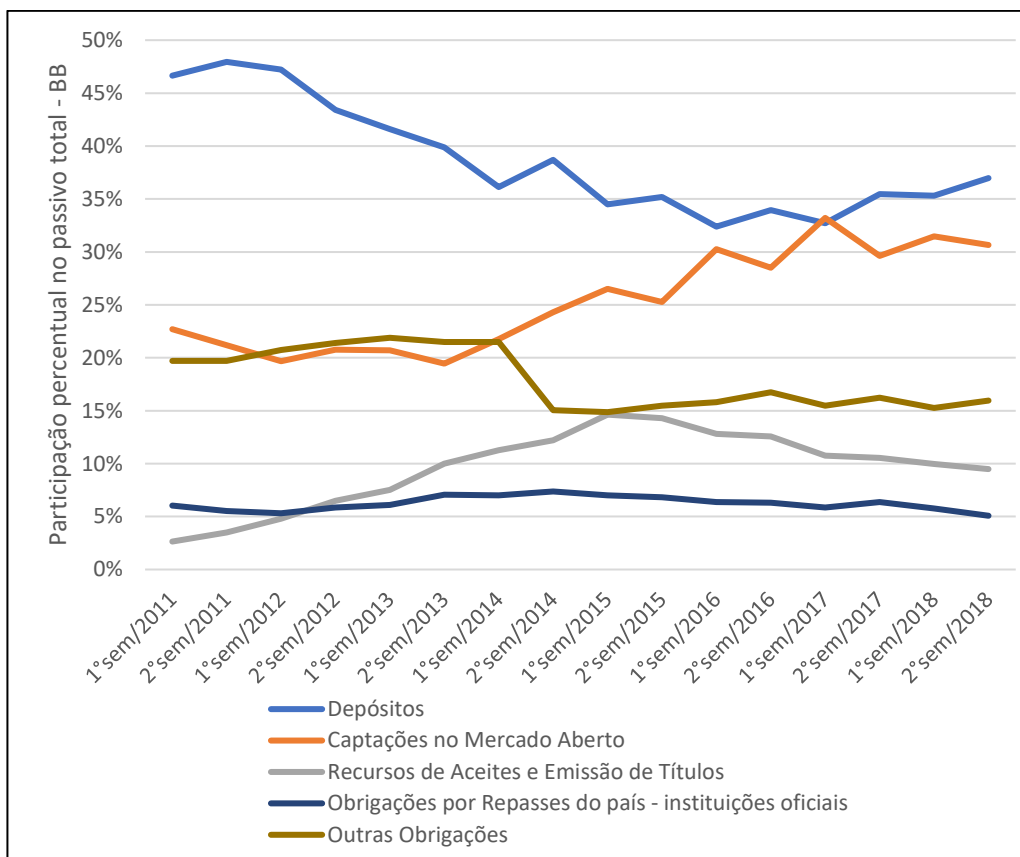
Os recursos destinados as aplicações em mercado aberto, por exemplo, aumentaram sua participação no ativo total de 23,3% no 1ºsem./2015 para 27,8% no 2ºsem./2018. A conta de aplicações interfinanceiras de liquidez, que após a conta de disponibilidades, é a conta mais líquida do ativo, apresentou crescimento durante a NME e após o abandono da NME na política econômica nacional; demonstrando que o BB optou por priorizar sua atuação com recursos de maior liquidez.

De modo geral, após a análise das alterações no lado do ativo – ou seja, dos recursos que o BB utiliza para gerar receita, e assim liquidar as obrigações que assume – é possível se inferir que, com o abandono da NME, na política econômica nacional, o BB apresentou um comportamento de maior aplicação de seus recursos em operações de maior liquidez, como se verifica na conta das aplicações interfinanceiras de liquidez, em detrimento de operações menos líquidas como é o caso da conta de operações de crédito, que mesmo se mantendo como a principal conta do lado do ativo do BB após 2015, teve seu percentual de participação reduzido.

Diante das alterações encontradas no lado do ativo do BB, faz-se necessário a busca por elucidações acerca das fontes de captação dos recursos que são aplicados pelo BB em suas operações do lado do ativo. Sendo assim, o gráfico 11 apresenta as principais contas do

lado do passivo durante o período de 2011 a 2018 em relação ao percentual de participação no passivo total.

Gráfico 11 - Principais contas do Passivo do BB em relação ao percentual da conta no Passivo Total



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Demonstrações Contábeis Consolidadas BB.

A conta de depósitos apresentou durante o período entre o 1º sem./2011 até o 1º sem./2017 queda na sua participação no passivo total; sendo ultrapassada pela conta de captações de mercado aberto no 1º sem./2017 no quesito de fonte principal de captação de recursos. A redução da participação dos depósitos tem como uma de suas fontes de explicação a redução da participação dos depósitos a prazo, que diminuíram sua participação no passivo total de 27,5% no 1º sem./2011 para 15,5% no 1º sem./2017, período no qual se identifica a partir do gráfico 11 a redução da participação dos depósitos totais no passivo do BB. No caso da redução da participação dos depósitos no total de participação no passivo do BB, depreende-se também que a conjuntura macroeconômica brasileira de queda no nível de atividade econômica acabou por afetar a dinâmica microeconômica do banco, que optou por recursos com maior liquidez.

Neste sentido, como já descrito em relação a conta de depósitos, a conta de captações no mercado aberto, composta por operações com carteira própria, de terceiros e de livre movimentação, aumentou sua participação no passivo total de 24,3% no 2º sem./2014 para 30,6% no 2ºsem./2018. As operações que mais elevaram o seu percentual de participação no passivo total da conta de captações no mercado aberto foram as operações com carteira de terceiros, que passaram de 19,9% no 2ºsem./2014 para 27,6% no 2º sem./2018.

A conta de recursos de aceites e emissão de títulos, que engloba as operações relacionadas a emissão de letras imobiliárias, hipotecárias, debêntures, entre outras, até o 1º sem./2015 apresentou trajetória de crescimento, porém após este período vem demonstrando queda nos seus níveis de participação no passivo total. A utilização desta conta como fonte de recursos para o BB reduziu sua participação no passivo total de 14,6% no 1ºsem./2015 para 9,4% no 2ºsem./2018; com destaque para diminuição de recursos de letras imobiliárias, hipotecárias, de crédito e similares que passaram de 11,9% no 1ºsem./2015 para 7,7% no 2ºsem./2018 em relação ao percentual da conta no passivo total.

A conta outras obrigações que abrange as operações relacionadas de negociação de valores, por exemplo, apresentou queda acentuada entre o 1ºsem./2014 e o 2ºsem./2014, decorrente da redução de recursos provenientes da cobrança e arrecadação de tributos e assemelhados e das obrigações fiscais e previdenciárias; assumindo após esse período níveis estáveis. A conta de obrigações por repasse de instituições oficiais, antes e após a NME, no caso do BB, apresentou níveis estáveis de participação no passivo total, oscilando entre 5,0-6,0%.

Assim sendo, a reversão da NME na política econômica nacional, levou o BB a alterar a composição de seu caráter comercial através do uso dos depósitos como principal fonte de captação para os recursos aplicados pela instituição (CARVALHO; TEPASSÊ, 2010). Isto porque, conforme corrobora o gráfico 11, os depósitos apesar de ainda apresentarem grande peso na composição das fontes de recursos do BB, reduziram significativamente a diferença na participação percentual do passivo total, tendo até mesmo sido substituídos pelas captações no mercado no 1ºsem./2017.

Quando analisado o lado do ativo também se verifica alterações importantes, visto que mesmo a conta de operações de crédito tendo-se mantido como a principal forma de aplicação dos recursos captados pelo lado do passivo, os seus níveis de participação no ativo total se reduziram, fenômeno inverso ao verificado quando a NME estava em vigor. Desta forma, o que se pode inferir da análise da estrutura patrimonial do BB após o abandono da

NME na política econômica nacional, é o evento no qual as principais contas tanto do lado do ativo quanto do passivo continuam sendo as contas mais relevantes, porém em percentuais menores após o 1ºsem./2015.

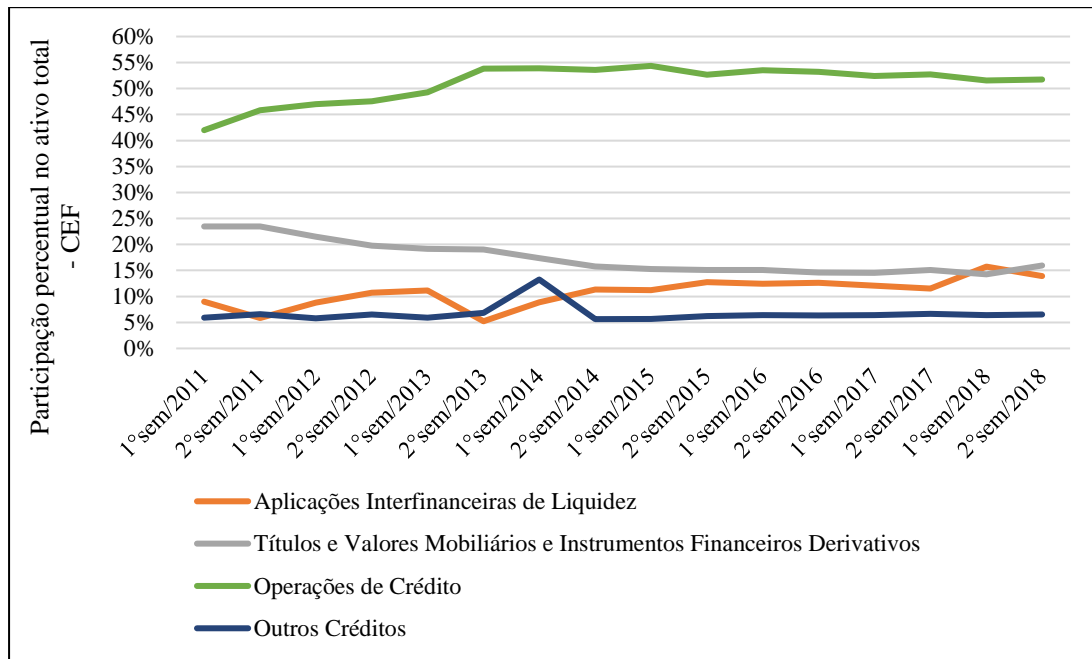
#### 4.3. Caixa Econômica Federal (CEF)

A CEF é uma instituição financeira que possui seu capital integralmente público, tendo como sua detentora exclusiva a União. Sua criação remonta ao dia 12 de janeiro de 1861 por meio de decreto assinado por Dom Pedro II. Em 1970 a CEF passou a ser organizada no formato atual que se encontra após a incorporação das caixas estaduais que eram de propriedade da União (CEF, 2019). Em 1986 o Banco Nacional de Habitação (BNH) foi incorporado a estrutura da CEF, e a mesma passou a ser a maior agente de financiamento habitacional no Brasil, além de ter se tornado o principal agente do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), a administradora do FGTS e de outros fundos vinculados ao Sistema Financeiro Habitacional (SFH) (CEF, 2019).

Atualmente, a CEF é o agente responsável pelo Programa de Integração Social (PIS), pelo seguro-desemprego, pelos programas Bolsa-Família e Minha Casa Minha Vida (MCMV); sendo a detentora do monopólio das loterias federais desde 1961 (CEF,2019). A atuação da CEF por meio da captação de recursos via FGTS e caderneta de poupança permitem que a mesma viabilize o financiamento de infraestrutura urbana, habitação, saneamento básico, e prestação de serviços tanto para o setor público quanto para o setor privado (CEF, 2019). A CEF também atua como o principal agente do governo federal nos programas sociais; tendo seu papel na concessão de crédito e pagamento de benefícios sociais se reforçado a partir dos anos 2000 (CARVALHO; TEPASSÊ, 2010).

Neste sentido, cabe salientar que a análise do ajuste do portfólio da CEF, compreende dados referentes a consolidações das operações da CEF e suas subsidiárias, sendo elas: CAIXAPAR, CAIXA Instantânea e CAIXA Seguridade. O gráfico 12 traz os ajustes nas principais contas do ativo da CEF para o período de 2011 a 2018, apresentados em relação ao percentual de cada conta no ativo total para o período correspondente.

Gráfico 12 - Principais contas do Ativo da CEF em relação ao percentual da conta no Ativo Total



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Demonstrações Contábeis Consolidadas CEF.

Através da análise do gráfico 12, observa-se que durante a vigência da NME as operações de crédito no ativo total da CEF apresentaram trajetória de crescimento até o 2º sem./2013. No período seguinte, no ano de 2014, as operações de crédito que se registraram nas demonstrações contábeis da CEF ficaram estáveis; porém, verifica-se que o percentual desta conta sofreu variações que levaram as operações de crédito do patamar de 54,35% no 1º sem./2015 para 51,7% no 2º sem./2018 do total do ativo, interrompendo a trajetória de crescimento verificada durante o período que a NME estava em voga. Este fato evidencia que as medidas postas em prática pelo governo no início de 2015, com a reversão da NME, a partir de políticas monetária e creditícia restritivas (MELLO; ROSSI, 2018) após o 1º sem./2016, foi gradualmente revertida com a redução da Selic que não conseguiu fazer com que a conta de operações de crédito – que continua sendo a conta com maior percentual no ativo total – retomasse taxas maiores em relação ao ativo total.

A conta de Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos apresentou durante o período de 2011 a 2018 queda significativa no seu percentual de participação, apresentando no 1º sem./2018 níveis menores em relação a conta de aplicações interfinanceiras de liquidez que é uma conta mais líquida. Deste modo, pode-se deferir que a CEF mediante as alterações na política econômica a partir de 2015, optou por manter a redução das aplicações de seus recursos com operações de Títulos e Valores Mobiliários e



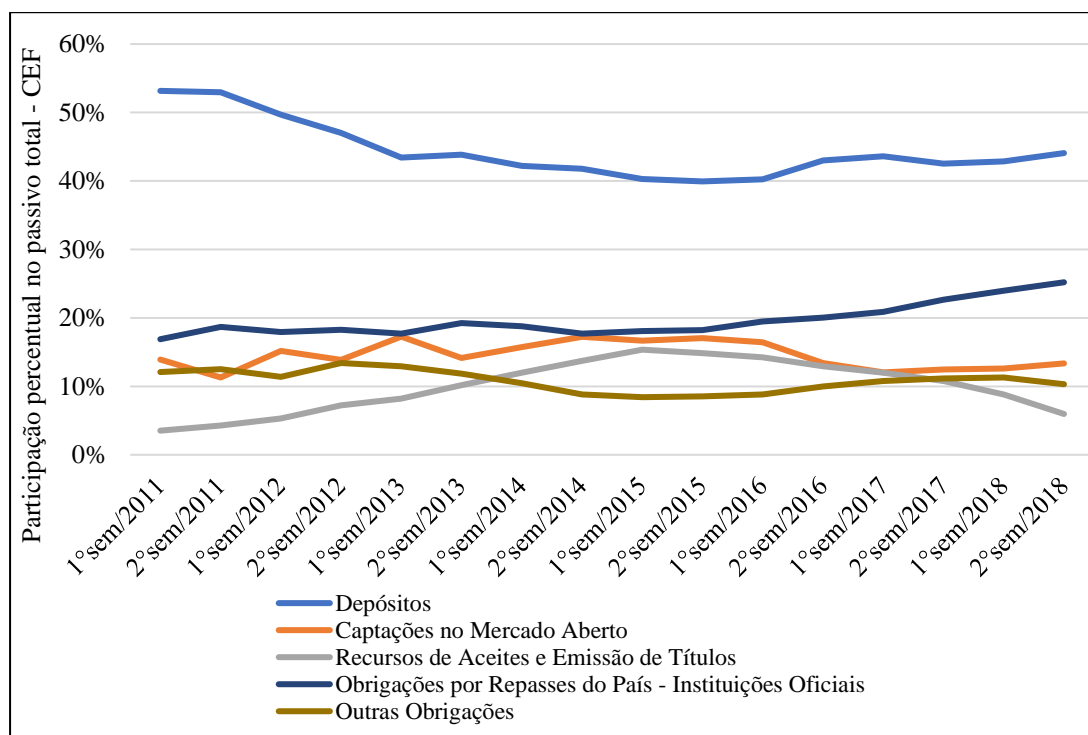
Instrumentos Financeiros Derivativos que são menos líquidos do que os recursos de aplicações interfinanceiras de liquidez que apresentam alta entre o 2ºsem/2017 e o 1ºsem/2018; apresentando entre o 1º sem./2015 e 2ºsem./2018 um aumento de 10,5% para 13,2% o seu nível de participação no ativo total.

A conta de outros créditos apresentou um pico de crescimento de seu percentual em relação ao ativo total entre o 2ºsem./2013 e o 2ºsem./2014 devido ao aumento dos créditos diversos que compreendem créditos relacionados a carteira de câmbio, créditos diversos (para cartão de crédito, por exemplo) , e com o abandono da NME a partir de 2015, seu nível de participação no ativo total se elevou de 5,6% no 1ºsem./2015 para 6,5% no 2ºsem./2018.

Ao se verificar as alterações sofridas na estrutura patrimonial da CEF do lado do ativo, pode-se deprender que mesmo as operações de crédito sendo as principais aplicações realizadas pela instituição, a sua participação caiu em relação ao ativo total após o abandono da NME. Concomitante a este fato, a CEF reduziu suas aplicações em de Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos que são aplicações menos líquidas.

Sendo assim, após verificar as alterações que o fim da NME trouxe para a estrutura patrimonial da CEF, o gráfico 13 traz as modificações pelas quais as principais contas do lado do passivo desta instituição passaram entre 2011 e 2018.

Gráfico 13 - Principais contas do Passivo da CEF em relação ao percentual da conta no Passivo Total



Fonte: Demonstrações Contábeis Consolidadas CEF. Elaboração própria.

A partir do gráfico 13, pode-se verificar que os depósitos sofreram queda na sua participação no passivo total entre o 2ºsem./2011 e 1ºsem./2016. Uma das possíveis explicações para a queda observada na conta dos depósitos, pode ser a redução dos depósitos em poupança que passaram de 30,9% no 1ºsem./2011 para 20,8% no 1ºsem./2016 na participação do passivo total; a queda na captação de recursos via depósitos em poupança neste período tem como uma das possíveis causas o enfraquecimento da atividade econômica e, conseqüentemente, a queda nos níveis de renda do país, conforme examinado na seção 3.

A conta de obrigações por repasses do país realizado por instituições oficiais, com o abandono da NME, apresentou aumento mais acentuado na sua participação no passivo total após o 1ºsem./2016. Este aumento das obrigações de recursos captados por instituições oficiais ocorreu devido ao aumento dos recursos oriundos do FGTS que passaram de 14,8% no 1ºsem./2015 para 22,5% no 2ºsem./2018.

A conta de recursos de aceites e emissão de títulos, entre o 1ºsem./2011 e o 1ºsem./2015 apresentou trajetória de crescimento. Nesta conta, as operações referentes a recursos de letras imobiliárias, hipotecárias, de crédito e similares tiveram seu percentual aumentado de 3,5% no 1ºsem./2011 para 14,2% no 2ºsem./2015, contribuindo assim para o crescimento do percentual de participação da conta de recursos de aceites e emissão de títulos no passivo total.

A conta de captação no mercado aberto apresentou variações que levaram ao aumento de sua participação no passivo total entre o 2ºsem./2013 e o 2ºsem./2014, e após esse período sua participação reduziu-se até o 2ºsem./2018. Já a conta de outras obrigações, que abriga recursos captados via carteira de câmbio, por exemplo, apresentou queda entre o 2ºsem./2012 e o 1ºsem./2015; e após esse período verifica-se o aumento da participação desta conta até o 2ºsem./2018.

De modo geral, pode-se deferir que após o abandono da NME na política econômica nacional, a CEF manteve seu caráter comercial através do uso dos depósitos como principal fonte de captação para os recursos aplicados pela instituição (CARVALHO; TEPASSÊ, 2010). Porém, como é possível verificar através do gráfico 13, outras operações como os recursos obtidos junto a instituições oficiais também se destacam por terem um aumento no seu nível de participação no passivo total da CEF.

A dinâmica encontrada no lado do ativo também apresenta alterações significativas, visto que mesmo a conta de operações de crédito tendo-se mantido como a principal forma de aplicação dos recursos captados via passivo, os seus níveis de participação no ativo total

se reduziram, fenômeno inverso ao verificado quando a NME estava em vigor. De modo geral, o que se pode depreender da análise da estrutura patrimonial da CEF após o abandono da NME na política econômica nacional, é o fato de que as principais contas tanto do lado do ativo quanto do passivo, continuam sendo as contas mais relevantes, porém em percentuais menores após o 1ºsem./2015.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento deste trabalho teve como principal objetivo verificar, através da análise microeconômica dos balancetes patrimoniais, se após o esgotamento do modelo de crescimento econômico baseado na NME, no qual as instituições financeiras públicas foram utilizadas como principal instrumento para a implantação dos estímulos governamentais, em especial o BB e a CEF mantiveram na sua estrutura patrimonial o caráter comercial, por meio da captação de recursos via depósitos bancários, que de acordo com Carvalho e Tepassê (2010) é o principal indicador que corrobora para a verificação do grau de comprometimento das operações de um banco comercial.

Para a realização desta análise utilizaram-se os dados contábeis das instituições financeiras públicas do BB e da CEF entre 2011 a 2018, período no qual a NME esteve em vigência (2011 a 2014) e após o seu abandono na política econômica nacional (2015 a 2018). Assim, como verificado por Carvalho e Tepassê na análise dos balancetes dos BP's após a crise de 2008 – estudo no qual se verificou o reforço do caráter comercial dos BP's mediante o aumento da participação dos depósitos como fontes de recursos – o presente trabalho constatou que após o esgotamento dos preceitos da NME na política econômica nacional, os depósitos ainda constituem-se como fonte mais relevante na captação de recursos do BB e CEF. Porém, como verificado na seção 4, o percentual de participação dos depósitos na estrutura patrimonial dos BP's analisados sofreram alterações importantes.

Ao se observar os ajustes no portfólio do BB, verificou-se que os depósitos ainda constituem parte importante na estrutura patrimonial; porém, com o abandono da NME, o peso da participação dos depósitos em relação a operações como as captações em mercado aberto se reduziu a partir de 2015. Neste sentido, verificou-se também que o BB apresentou um comportamento de maior aplicação dos recursos captados em operações de maior liquidez, como se constatou na conta das aplicações interfinanceiras de liquidez, em detrimento de operações menos líquidas como é o caso da conta de operações de crédito, que mesmo se mantendo como a principal conta do lado do ativo do BB após 2015, teve seu percentual de participação reduzido.

No caso da CEF, os ajustes verificados em seu portfólio indicam que houve alterações na dinâmica de captação de recursos, mesmo com a conta dos depósitos sendo a mais relevante, pois as obrigações de repasses oriundos de instituições oficiais se intensificou após 2015. Esta alteração na dinâmica da estrutura patrimonial no caso da CEF, pode ser verificada

por meio da redução do peso das operações de crédito no lado do ativo, assim como ocorreu com o BB.

De modo geral, diante da análise empírica realizada no trabalho, pode-se alcançar o objetivo proposto de que mesmo em um cenário sem a instrumentalização dos bancos públicos na política econômica, após o abandono da NME a partir de 2015, as instituições financeiras públicas ainda mantiveram em sua estrutura patrimonial uma tendência para um comportamento comercial, com a conta de depósitos figurando como a principal fonte de captação de recursos. Verificou-se também, que a dinâmica macroeconômica de redução no nível de atividade econômica, levou aos bancos analisados a optarem por aplicações e recursos com maior liquidez.

Sendo assim, o presente trabalho através das evidências empíricas encontradas por meio do estudo microeconômico dos balancetes do BB e da CEF, contribui para a construção da hipótese de que mesmo não estando condicionados a uma política econômica exclusivamente anticíclica, como após a crise financeira mundial de 2008 e os preceitos da NME, os BP's ainda preservam uma tendência para o aperfeiçoamento de um comportamento comercial, por meio da relevância da captação de depósitos na sua estrutura patrimonial.

Deste modo, considerando-se o curto interregno entre a reversão das medidas da NME na condução da política econômica nacional, o presente trabalho representa uma contribuição na discussão acerca do papel dos BP's na dinâmica de crescimento e desenvolvimento econômico brasileiro. Neste sentido, o presente trabalho indica uma possível agenda de pesquisa sobre as transformações que as estruturas patrimoniais das instituições financeiras públicas tiveram frente aos desdobramentos das eleições gerais de 2018, por exemplo, bem como a atuação dos BP's em comparação com os bancos privados nacionais e estrangeiros, de modo a verificar como a política econômica interna pode influenciar o comportamento de tal instituição dependendo da fonte de recursos frente a dinâmica macroeconômica.

## REFERÊNCIAS

ARAÚJO, V. L.; CINTRA, M. A. M. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. In: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). Texto para discussão 1604; Rio de Janeiro: 2011. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=8058](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=8058). Acesso em 15/09/2019.

ARAÚJO, V. L.; GENTIL, D. L. Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. In: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). Texto para discussão 1602; Rio de Janeiro: 2011. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1690/1/td\\_1602.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1690/1/td_1602.pdf). Acesso em 10/07/2019.

BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In: SADER, Emir (org.) 10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma - São Paulo, SP: Boitempo; Rio de Janeiro: 2013. Disponível em: [http://flacso.redelivre.org.br/files/2015/03/10\\_ANOS\\_GOVERNOS.pdf](http://flacso.redelivre.org.br/files/2015/03/10_ANOS_GOVERNOS.pdf). Acesso em: 10/07/2019.

BARBOSA FILHO, F. H.; PESSOA, S. Desaceleração recente da economia. In: CENTRO de Debates de Políticas Públicas. Sob a luz do Sol, Uma agenda para o Brasil: A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. CDPP, p.15-30, 2014. Disponível em: <http://cdpp.org.br/site/wp-content/uploads/2017/02/CAPITULO-2.pdf>. Acesso em: 03/08/2018.

BANCO DO BRASIL (BB). Demonstrações contábeis consolidadas – 2011 a 2019. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 11/11/2019.

\_\_\_\_\_. Composição acionária. Disponível em: <https://ri.bb.com.br/o-banco-do-brasil/composicao-acionaria/>. Acesso em 11/11/2019.

BCB. Sistema gerenciador de séries temporais, 2019. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acessado em: 04/10/2019.

\_\_\_\_\_. Circular nº 1273 de 29/12/1987. Institui o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – COSIF. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/42321/Circ\\_1273\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/42321/Circ_1273_v1_O.pdf). Acesso em: 03/10/2019.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL(CEF). Demonstrações contábeis consolidadas – 2011 a 2019. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/relacoes-com-investidores/central-resultados/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 11/11/2019.

\_\_\_\_\_. Sobre a Caixa. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/sobre-a-caixa/apresentacao/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 12/11/2019.

CARDIM DE CARVALHO, F.J.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; RODRIGUES DE PAULA, L. F.; STUART, R. Economia monetária financeira: teoria e política. Rio de Janeiro: Elsevier, 4ª reimpressão, 2007, p. 332-334.

CARVALHO, L. Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico. São Paulo: Todavia, 1ª ed., 2018, 192 p.

CARVALHO, C. E.; TEPASSÊ, A. C. Banco Público como Banco Comercial e Múltiplo: elementos para a análise do caso brasileiro. In: Bancos públicos e desenvolvimento. Organizadores: JAYME JR., F. G.; CROCCO, M. – Rio de Janeiro : IPEA, 2010, p. 49-72. Disponível em: [http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6439:bancos-publicos-e-desenvolvimento&catid=265:2010&directory=1](http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6439:bancos-publicos-e-desenvolvimento&catid=265:2010&directory=1). Acesso em: 12/09/2019.

DEOS, S.; MENDONÇA, A. R. R. de. Uma proposta de delimitação conceitual de bancos públicos. In: Bancos públicos e desenvolvimento. Organizadores: JAYME JR., F. G.; CROCCO, M. – Rio de Janeiro : IPEA, 2010, p. 49-72. Disponível em:

[http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6439:bancos-publicos-e-desenvolvimento&catid=265:2010&directory=1](http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6439:bancos-publicos-e-desenvolvimento&catid=265:2010&directory=1). Acesso em: 12/09/2019.

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. Texto para Discussão. Campinas: Instituto de Economia – Unicamp, n. 303, jun. 2017. Disponível em: <https://www8.eco.unicamp.br/Publicacoes/textos-para-discussao>. Acesso em: 28/10/2019.

GENTIL, D.; HERMANN, J. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. In: Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, n. 3 (61), p. 793-816, dez. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-3533.2017v26n3art9>. Acesso em: 27/10/2019.

HERMANN, J.O papel dos bancos públicos. . In: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). Texto para discussão IPEA e CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe 1533; Brasília: 2010. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=9691](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=9691). Acesso em 15/09/2019.

\_\_\_\_\_. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. In: Revista de Economia Política, vol. 31, nº 3 (123), pp. 397-414, julho-setembro/2011. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572011000300005>. Acesso em: 18/09/2019.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Sistema de Contas Nacionais. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9052-sistema-de-contas-nacionais-brasil.html?=&t=downloads>. Acesso em: 10/10/2019.

LIMA, H. Transformações Recentes no Sistema Bancário Nacional (1995-2007): Bases Teóricas, Ajuste de Portfólio e Evidências Empíricas. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Economia. Uberlândia, p. 104, 2009. Disponível em: [http://www0.ufu.br/ie\\_dissertacoes/2009/1.pdf](http://www0.ufu.br/ie_dissertacoes/2009/1.pdf). Acesso em: 25/11/2019.



MELLO, G; ROSSI, P. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. In: CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SART, F.(Org.). Para além da política econômica. São Paulo: Editora Unesp Digital, p. 245-282, 2018. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/para-alem-da-politica-economica.pdf>. Acesso em: 29/10/2019.

MESQUITA, M. A política econômica do governo Dilma: a volta ao experimentalismo. In: CENTRO de Debates de Políticas Públicas. Sob a luz do Sol, Uma agenda para o Brasil: A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. CDPP, p.3-15, 2014. Disponível em: <http://cdpp.org.br/site/wp-content/uploads/2017/02/CAPITULO-1.pdf>. Acesso em: 03/08/2018.

NIYAMA, J. K. Contabilidade de instituições financeiras. São Paulo: Atlas, 4ª ed., 2012.

PESSOA, S. A. Downgrade: a culpa é do Estado de bem-estar ou da nova matriz? In: Revista Conjuntura Econômica. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, vol. 68, nº 4, p. 10-11, abril/2014. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/issue/view/1774>. Acesso em 27/10/2019.

PRATES, D.; FRITZ, B.; de PAULA, L. F. O desenvolvimentismo pode ser culpado pela crise? Uma classificação das políticas econômica e social dos governos do PT ao governo Temer. Texto para Discussão. Rio de Janeiro: Instituto de Economia – UFRJ, n. 9, 2019. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/2017/tdie0092019pratesfritzde-paula.pdf>. Acesso em: 28/10/2019.

OREIRO, J. L. A evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). In: Revista Politika = Journal Politika / Fundação João Mangabeira. – N. 2 (2015) – Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <http://www.fjmangabeira.org.br/edicoes-revista-politika/revista-politika-2-2>. Acesso em: 01/08/2019.

SERRANO F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. Center for Economic and Policy Research, ago. 2015. Disponível em: <http://cepr.net/documents/publications/Brazil-2015-08-PORTUGUESE.pdf>. Acesso em: 02/08/2019.

SICSÚ, J. A economia monetária e regional da alta inflação: um estudo sobre o acesso à moeda indexada no Sul, Sudeste e Nordeste. Belo Horizonte: Nova Economia, v. 13, n. 1, p. 143-164, 2009. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/412>. Acesso em 13/11/2019.

VIDOTTO, C. A. Caráter estratégico dos bancos federais: a experiência brasileira recente. In: Bancos públicos e desenvolvimento. Organizadores: JAYME JR., F. G.; CROCCO, M. – Rio de Janeiro : IPEA, 2010, p. 73-104. Disponível em: [http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=6439:bancos-publicos-e-desenvolvimento&catid=265:2010&directory=1](http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=6439:bancos-publicos-e-desenvolvimento&catid=265:2010&directory=1). Acesso em: 12/09/2019.

WTO - World Trade Organization. Data portal, 2019. Disponível: <https://data.wto.org/>. Acesso em: 24/09/2019.