

# AS TRÊS FASES DA ECONOMIA BRASILEIRA DESDE 1995

---

**RESUMO.** O artigo define três fases para a história econômica do Brasil desde o Plano Real, com base no desempenho do PIB *per capita*, da Formação Bruta de Capital Fixo/PIB e da taxa de desemprego: (i) 1995-2003; (ii) 2004-2013; e (iii) 2014-2021. A sessão 2 critica uma interpretação baseada em retórica fiscal; discute a adequação de caracterizar períodos apenas com base em quocientes como produtividade ou indústria/PIB; e sustenta que largos movimentos de expansão não devem ser tratados como um regime de *stop-and-go*. A sessão 3 traz razões pelas quais os anos 2011-2013 pertencem à fase de crescimento. Sustenta também que a estagnação de 2015-2021 e a recessão de 2015-2016 não devem ser atribuídas à fase de prosperidade que as precederam. A sessão 4 trata dos diferentes efeitos do ciclo de *commodities* e conclui que este contribuiu para conter a inflação, por meio da apreciação cambial, mas não foi o principal impulso econômico dos anos 2004-2013. A sessão 5 trata da contribuição da oferta de crédito para o desempenho da fase (ii), especialmente no que se refere ao comportamento anticíclico dos bancos públicos. O baixo custo da reação do Brasil à crise de 2009 e à crise europeia de 2011 é analisado à luz da eficiência fiscal da reação creditícia com juros subsidiados. Por fim, há uma síntese das conclusões.

**Palavras-chave:** História Econômica do Brasil, Crescimento Econômico, Desenvolvimento, Crédito, Bancos Públicos.

**Classificação JEL:** E44, N1, O11, O47, O54

---

## INTRODUÇÃO

Uma periodização econômica adequada é ponto de partida fundamental para identificar em que fases devemos buscar por fatores de crescimento e em quais, ao contrário, identificar políticas e condições desfavoráveis. Com recorte a partir do Plano Real, este trabalho propõe uma periodização agnóstica aos ciclos políticos e baseada em três variáveis cujos comportamentos, tipicamente, caracterizam fases de crescimento continuado: o PIB *per capita*, a Formação Bruta de Capital Fixo/PIB e a taxa de desemprego.

## 1 - IDENTIFICAÇÃO DE FASES ECONÔMICAS

Alguns autores tratam os anos posteriores ao Plano Real como uma única fase econômica. Entre novo desenvolvimentistas, as mudanças nas condições macroeconômicas introduzidas nos anos 1990 são apontadas como causas de um continuado baixo crescimento.

Nos termos de Bresser-Pereira (2022), “a liberalização comercial (..); a liberalização financeira (...); o estabelecimento de um nível elevado de taxa de juros em torno do qual o banco central executa sua política monetária. (...); [e o] desinteresse do governo em aumentar o investimento público (p. 517).

Em um movimento de crítica ao novo desenvolvimentismo, Lisboa e Pessoa (2016. p. 183) adotam a mesma periodização, ainda que sustentem que o “processo de redução do crescimento dos países latino-americanos a partir dos anos 80 está diretamente associado à menor produtividade do setor de serviços”.

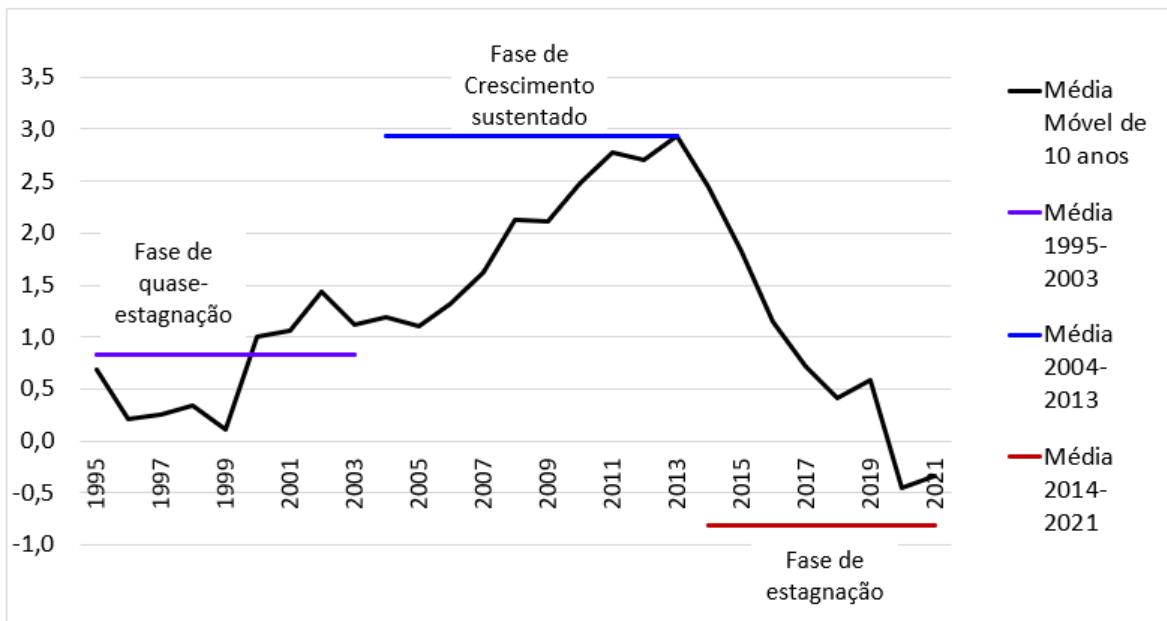
Críticos do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), como Ferrari Fl. e Terra (2024) atribuem um longo período de baixo crescimento ao tripé estabelecido no Brasil pela Lei de Responsabilidade Fiscal, o câmbio flutuante e Regime de Metas para a Inflação, adotado em 1999.

Ainda que análises visando a identificar grandes transformações históricas possam, naturalmente, abstrair de parte importante dos movimentos verificados em períodos menos longos, ignorar fases marcadamente diferentes daquelas que seriam delimitadas por uma tese geral resulta em perda de conhecimento valioso. Se o período que se inicia em 1995 – ou até mesmo em 1980 – mostrasse no Brasil um padrão similar de crescimento *per capita*, seria de esperar que uma média móvel razoavelmente longa oscilasse pouco. O Gráfico 1 traz a média móvel de 10 anos e o que se observa é o contrário: uma grande disparidade entre períodos de aproximadamente uma década.

Tampouco é adequado tratar as grandes diferenças entre fases de crescimento como *stop-and-go economics*. Esse conceito trata de situações nas quais alguma limitação à expansão da oferta impede o crescimento continuado do PIB. Sucedem-se então curtos períodos contracionistas, para conter a inflação, e curtos período de expansão, logo revertidos quando o hiato se torna positivo, voltando a causar inflação. São, tipicamente, fases de 2 a 6 semestres.

Até é possível classificar como *stop-and-go* as oscilações de 1995-2003, mas não os 10 anos de crescimento da fase 2004-2013. Mesmo a queda da atividade observada em 2009, único ano sem crescimento na década, não resultou de uma contração promovida pela política econômica para reduzir demanda e frear a inflação. Tratou-se de um choque externo de natureza financeira, que, ao contrário, foi mitigado por políticas expansionistas.

GRÁFICO 1 - Crescimento do PIB *per capita* (%)



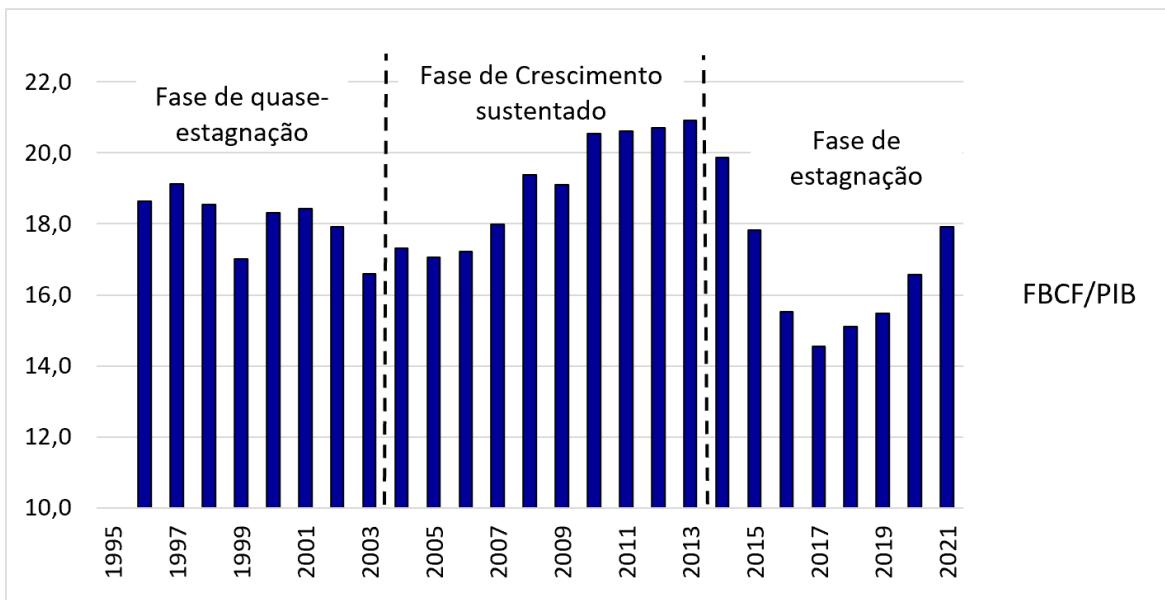
Fonte: IBGE e IPEA.

Não só o desempenho do PIB *per capita*, como também o comportamento do investimento (Gráfico 2) e do emprego (Gráfico 3) distinguem claramente essas mesmas três fases: (i) 1995-2003, (ii) 2004-2013 e (iii) 2014-2021.<sup>1</sup>

No que se refere à consistência do crescimento, a expansão ocorreu juntamente com uma ampliação da Formação Bruta de Capital Fixo/PIB. Ainda que o estímulo inicial para a aceleração do crescimento contasse também com políticas de renda e de crédito favoráveis ao consumo, à medida que a fase positiva de 2004-2013 se consolida, o investimento avança ainda mais rapidamente que os demais componentes do PIB, como aponta Sicsú (2019).

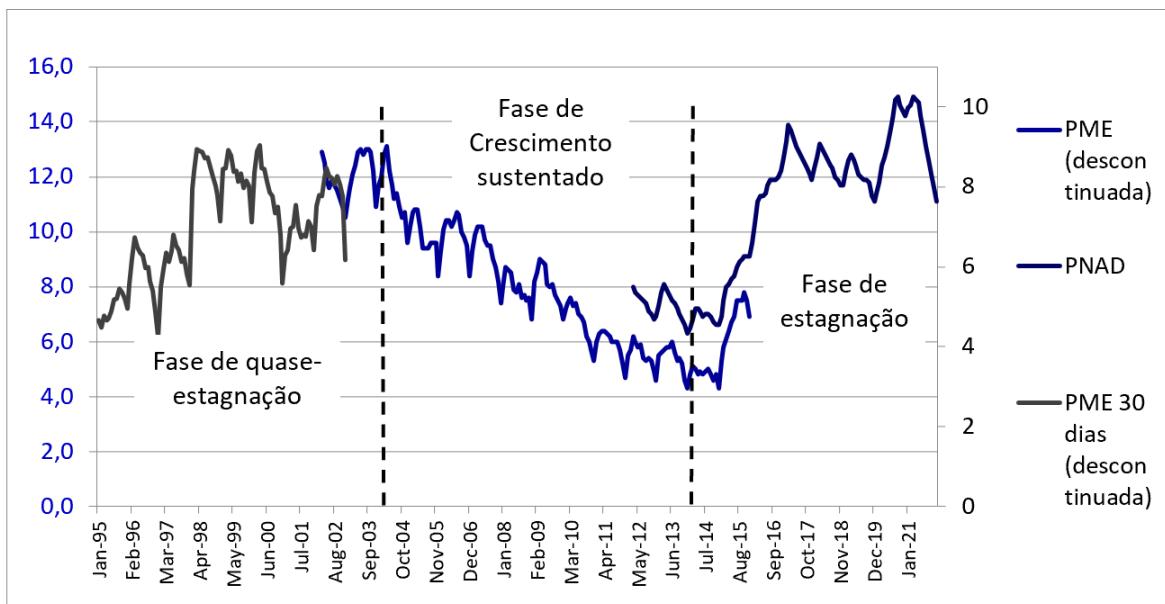
<sup>1</sup> Nos anos de 2022 a 2024 a economia voltou a apresentar melhor desempenho. Entretanto, dada a postura contracionista da política monetária desde 2023, considerou-se mais prudente aguardar antes de caracterizar esse período mais recente. Os anos de 2020 e 2021 foram incluídos pois, assim como ocorreu com 2009-2010, corresponderam a choque e recuperação, preservando, na média, taxa de crescimento próxima da fase em curso.

GRÁFICO 2 - Formação Bruta de Capital Fixo / PIB (%)



Fonte: World Bank. Gross Fixed Capital Formation (% of GDP).

GRÁFICO 3 – Taxas de Desemprego (%)



Fonte: IPEADATA e IBGE. PME e PNAD (escala esquerda). PME 30 dias (escala direita).

Ao rejeitar interpretações de que os anos 1990, 2000 e 2010 tenham apresentado um único regime de crescimento, não se trata aqui de invalidar as proposições teóricas de que níveis desfavoráveis de taxa de câmbio e tarifas possam inibir a produção doméstica e o investimento na indústria; de que elevadas taxas de juros reduzem o investimento privado; ou de que baixo investimento público tem efeito negativo sobre a Formação Bruta de Capital

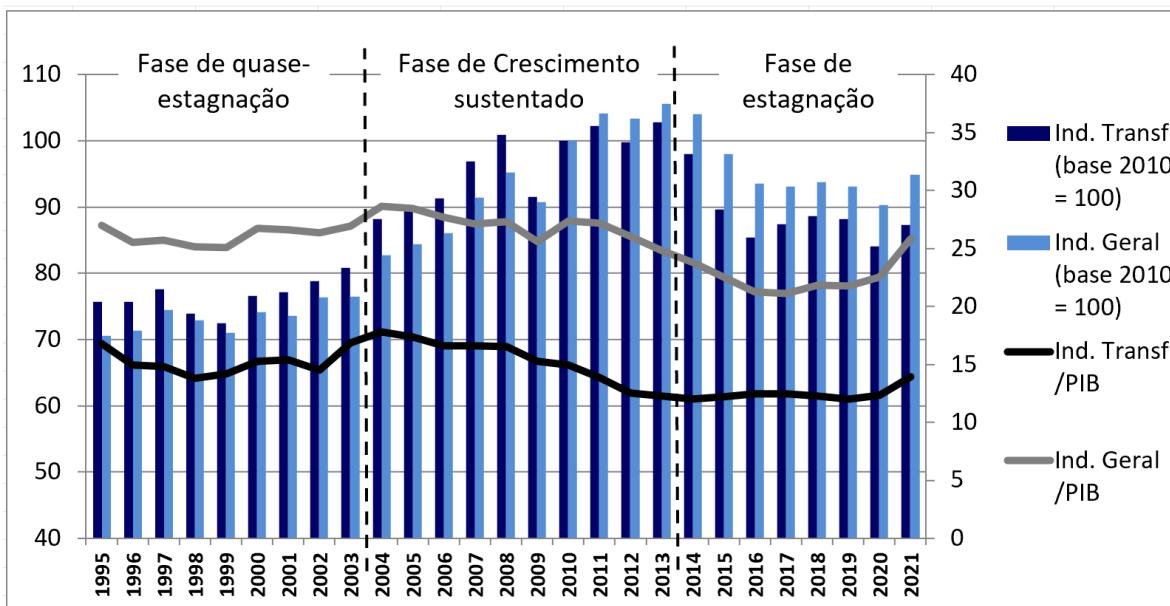
Fixo (FBKF), a demanda agregada e mesmo sobre o investimento privado. Trata-se de agregar uma necessária complexidade à interpretação histórica.

Mesmo que a crítica a determinadas políticas adotadas a partir dos anos 1990 esteja correta e possa explicar o fraco desempenho dos primeiros 9 anos após o Plano Real, é pertinente investigar como, depois disso, períodos tão distintos se sucederam.

Novos desenvolvimentistas e críticos do NCM têm em comum a leitura de que determinadas condições macroeconômicas provocaram ou acentuaram uma transformação estrutural desfavorável ao crescimento, sobretudo pela perda de participação da indústria no PIB, posto que, em termos absolutos, a produtividade da indústria é mais elevada que aquela da agricultura e dos serviços – pelo menos daqueles que incorporam em baixa intensidade a tecnologia desenvolvida pela indústria.

Ainda assim, quando se trata de identificar fases históricas, analisar apenas a relação indústria/PIB produz um viés, uma vez que um quociente não diferencia fases nas quais numerador e denominador tenham bom desempenho daquelas nas quais ambos apresentem resultados ruins.

GRÁFICO 4 – Indústria de Transformação e Indústria Geral



Fonte: IBGE e IPEADATA

No Gráfico 4, as barras mostram o crescimento real da Indústria Geral e da Indústria de Transformação. Ambas estiveram aproximadamente estagnadas entre 1995 e 2001. Um

movimento de crescimento se iniciou entre 2002 e 2003 e persistiu até 2013. Esse movimento foi revertido em 2014 e, à queda, segue-se uma estagnação de vários anos.

Na fase 2004-2013, a indústria de transformação *cresceu* 2,6% a.a. e a indústria total *cresceu* 3,4% a.a. No período 2014-2021 ambas tiveram variações médias *negativas* de 1,9% a.a. e 1,3% a.a. respectivamente. (IBGE, 2024c). Ocorre que, no acumulado deste último período, enquanto a indústria decrescia, o PIB esteve estagnado. Já na década de 2004-2013, enquanto a indústria crescia, o PIB crescia ainda mais que a indústria (4,0% a.a. em média). Essa realidade histórica ficaria oculta se fossem observados apenas os gráficos de linhas, com as respectivas participações no PIB.

## **2 - ANÁLISE DE ALGUNS ARGUMENTOS INTERPRETATIVOS**

Uma vez estabelecido que a economia brasileira mostrou três fases de crescimento muito distintas entre 1995 e 2021, este trabalho propõe-se a examinar especialmente a fase de crescimento iniciada em 2004. É útil, preliminarmente, breve análise de algumas abordagens distintas daquela aqui desenvolvida.

Uma interpretação peculiar é apresentada por (Werneck 2014), para quem o ano de 2005 marcaria o fim de uma fase econômica de 15 anos. Os fatores que explicariam a fase de crescimento que se inicia em 2004 são assim introduzidos: “Quis a História, com alguma ironia, que coubesse ao Presidente Lula colher os frutos de 15 anos de penosa mobilização do país com a estabilização macroeconômica.” (p. 357).

Após o ano de 2005, as políticas econômicas adotadas passariam a ser ruins, pois “as ideias econômicas defendidas por Palocci não deitaram raízes fortes. (...) A partir do final de 2005 e, de forma mais explícita, no segundo mandato, o PT voltou a desfraldar velhas bandeiras, retomando seu curso natural” (Werneck. 2014, p. 379). Na tentativa de explicar os bons resultados que, contradizendo sua tese, persistiram após 2005, o autor oferece uma retórica genérica: “[Os] frutos das políticas sensatas que haviam sido adotadas a partir de 2003 continuariam a ser colhidos por vários anos mais.” (p. 367)

Ora, o foco de (Werneck 2014) no que se refere às “políticas sensatas” é a gestão fiscal. Ocorre que, entre 1995 e 2005, o superávit primário médio foi de 2,0% do PIB (BCB, 2024a), comparado a 2,6% do PIB entre 2006 e 2013.

Dívidas podem ter efeitos mais duradouros, evidentemente. Mas, também sob esse aspecto, os dados evoluíram em sentido inverso ao da argumentação de Werneck: entre dezembro de 1994 e dezembro de 2003, a Dívida Líquida/PIB *aumentou* em 74%, passando de 30,1% do PIB para 52,5% do PIB. Nesse sentido, a década de crescimento iniciada em 2004 foi construída apesar de um legado ruim, não como “fruto” de um legado bom.

No período 2004-2013, inversamente, Dívida Líquida/PIB foi *reduzida* de 52,5% em dezembro de 2003 para 31,1% do PIB em dezembro de 2013. Nesse mesmo período, a Dívida Bruta do Governo Geral, por sua vez, não só diminuiu de 71,5% para 59,6% do PIB, como isso ocorreu a despeito da aquisição de USD 309 bilhões em reservas internacionais (BCB, 2024b).

Há ainda análises que silenciam sobre crescimento do emprego e do PIB e assim, mencionando apenas a produtividade, procuram transmitir uma impressão de que a fase próspera não seria tão diferente daquela de estagnação.

Na década de 2004-2013, o número de empregos cresceu em média 2,2% a.a. (IPEADATA. 2024b) e o produto avançou 4,0% a.a. A produtividade do trabalho assim calculada cresceu 1,8% a.a. Em 2014-2021, diferentemente, a variação da população ocupada foi nula (-0,05% a.a.) [IBGE. 2024a]), assim como o crescimento do PIB, de (-0,06% a.a.), resultando crescimento zero da produtividade do trabalho.

Ora, uma década que registre 1 milhão a 2 milhões de novos empregos ao ano é muito superior a outros oito anos sem geração líquida de postos de trabalho. Uma elevação de produtividade 1,8% a.a. e um crescimento do PIB de 4,0% a.a. constituem dois fatos econômicos positivos, não um único fenômeno mediano.

A interpretação histórica pode também incorrer em viés se uma fase na qual a acumulação de capital e crescimento do PIB forem significativamente positivos for equiparada a períodos nos quais tanto o numerador como o denominador da FBCF/PIB tenham desempenhos insatisfatórios.

De outro lado, interpretações como as de Carvalho (2018) e Serrano e Summa (2015) apontam, com ênfases diferentes, as políticas sociais, a ampliação dos investimentos públicos e das estatais, e o ciclo de *commodities* entre os fatores que contribuíram para o bom desempenho da economia, iniciado em 2004. A análise aqui apresentada coincide com tais

entendimentos e mostrar, adicionalmente, a importância da política bancária e da atuação dos bancos públicos.

Os autores adotam 2010, entretanto, como marco final desse ciclo, tratando 2011-2013 como uma fase econômica distinta ou parte de uma fase distinta. A diferentes objetos de estudo correspondem, naturalmente, distintos recortes temporais. Mas é preciso evitar que o recorte legítimo para uma questão seja aplicado a outra. Se o interesse for avaliar políticas e resultados econômicos de cada ciclo presidencial, é natural que 2010 seja tratado como o fim de uma fase. Mas, se a pergunta for “até quando se estendeu o ciclo de crescimento iniciado em 2004?” não é possível responder: “2010”.

Ainda que o PIB de 2010 tenha crescido 7,5% (6,45% *per capita*), não seria razoável supor que um crescimento dessa ordem fosse representativo do período, assim como a estagnação (-0,1%) de 2009 (-1,16% *per capita*) tampouco deve ser entendida como o fim da fase de crescimento. Em 2009, o Brasil sofreu o choque de uma crise internacional e, inversamente, o avanço de 2010 só foi possível pela ocupação de capacidade ociosa criada no ano anterior. Foram dois movimentos temporários que se compensaram, depois dos quais a economia continuou crescer, encerrando 2013 com alta de 3,0%.

### **3 - OS ANOS 2011-2013: ESTAGNAÇÃO OU CRESCIMENTO**

Uma definição mais precisa das fases econômicas não é apenas correta do ponto de vista histórico, contribui também para melhor avaliação das políticas econômicas. Supor que tem início de uma fase de estagnação quando ainda está em curso um período de prosperidade pode dificultar a identificação dos fatores que sustentavam o crescimento, assim como daqueles que conduziram à estagnação. Daí a importância de definir da melhor maneira possível se a fase de crescimento iniciada em 2004 se encerra em 2010 ou em 2013. Um modo de fazê-lo é avaliar especificamente os indicadores do triênio que os separam.

Como se observa na Tabela 1, os indicadores de 2011-2013 são muito distintos da fase 2014-2021 e, principalmente, mostram-se bastante próximos das médias do período 2004-2013, não existindo, já sob esse primeiro olhar, razão para não tratá-los como oscilações dentro de uma mesma fase de crescimento<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> O ano de 2011, por exemplo, apresentou crescimento igual ao de 2006 e superior ao de 2005 e de 2009. Marcar 2012 como o fim do ciclo, por sua vez, encontraria a dificuldade de que, em 2013, a economia voltou

TABELA 1. Brasil: indicadores selecionados (médias anuais por período)

	Fase de crescimento sustentado			Fase de estagnação
	2004-2010	2004-2013	2011-2013	
Médias anuais				2014-2021
Variação do PIB <i>per capita</i>	3,3%	2,9%	2,0%	-0,8%
Variação da FBCF/PIB (p.p.)	0,56	0,43	0,13	-0,37
Nível da FBCF/PIB (p.p.)	18,4	19,1	20,7	16,6
Variação do saldo total de crédito real	16%	14%	10%	1%
Variação da taxa de desemprego* (p.p.)	-0,8	-0,7	-0,4	1,0
Nível da taxa de desemprego**	9,0%	8,0%	5,6%	11,4% / 9,5%*

Fontes: World Bank e BCB \*Para 2004-2013 utilizou-se a PME/IBGE. \*Em uma tentativa simples de comparar médias da PME e da PNAD, 9,5% correspondem à taxa da PNAD ajustadas pela diferença média entre a PME e PNAD no período em que ambas foram publicadas (mar/2012 a dez/2015).

No que se refere à FBCF/PIB e à taxa de desemprego, dois indicadores cujos *níveis* – e não apenas as taxas de variação sobre o ano anterior – são relevantes para diferenciar fases prósperas, os anos 2011-2013 são inclusive melhores que aqueles de 2004-2010.

O nível da FBCF/PIB é especialmente importante, ademais, para responder a uma questão implícita em algumas análises da história recente: a crise de 2015-2016 e a estagnação que se seguiu foi consequência das características do crescimento de 2011-2013 ou resultou de condições e políticas adotadas entre os anos 2014-2016?

Do ponto de vista da *demandas agregadas*, a variação no investimento de um ano a outro é o mais relevante. Na desaceleração de 2011-2013, é esse o sentido da análise sobre o impacto da redução no investimento público destacado por (Carvalho 2018); e também da análise adicional sobre o investimento privado presente em (Serrano e Summa 2015).

No entanto, aqueles que, diferentemente, sugerem que o ciclo de crescimento estivesse fadado a sucumbir dependem de outro argumento: seria necessário que condições e políticas tivessem conduzido a uma restrição duradoura ao crescimento da *oferta agregada*. Ora, no que se refere à expansão de capacidade, não é esse o caso, visto que a FBCF/PIB continuava a crescer, encontrando-se em 2011-2013 nos níveis mais altos em mais duas décadas (WORD BANK. 2024).

---

a acelerar. Para separar 2011 da fase anterior, algumas análises recorrem a comparações específicas com o ano de 2010, que, como visto, não pode ser considerado como representativo do período.

É possível discutir se os ritmos de demanda e oferta continuariam compatíveis ou se alguma desaceleração seria necessária após 2013. Mas não é possível sustentar que aquela fase teria de ser inexoravelmente revertida por alguma inconsistência devida a uma suposta “prioridade ao consumo”, que tivesse inibido investimentos.

No que se refere ao fator trabalho, 10 anos de redução do desemprego possivelmente esgotaram ou estavam próximos de esgotar o recurso à incorporação de parcelas desocupadas da PEA. Mas, se isso não fosse compensado por outros fatores, ainda assim poderia apenas justificar alguma moderação no crescimento futuro do PIB, não uma crise, nem tampouco uma longa estagnação.<sup>3</sup>

Em 2015, fortes altas de combustíveis e energia elevaram a inflação a mais de 1% ao mês no primeiro trimestre. A variação de 12 meses do IPCA chegou a 10% em meados do ano (face à meta de 4,5%). É natural, portanto, que o Banco Central subisse as taxas de juros nesse ano. A adoção de alguma contração fiscal em apoio à política monetária tampouco é inusitada.

É possível identificar erros, sim, nas intensidades das políticas monetária e fiscal entre 2014 e 2016, especialmente no sentido de que subestimaram o componente de custos da inflação ou o impacto já contracionista da redução nos investimentos públicos e da deterioração do estado de confiança devida à crise política. Mas esses fatores, legítimos ou equivocados, são todos conjunturais. Não existe uma relação inexorável entre a pequena desaceleração do PIB ocorrida entre 2011 e 2013 e o longo período de baixo crescimento que se seguiu.

A intensidade da recessão anti-inflacionária de 2015 e sua extensão para o ano seguinte, bem como a persistência de um crescimento muito baixo em 2017-2019 ou mesmo 2017-2021 não são objeto de análise neste artigo, mas fazem do período 2014-2021 outro caso de especial interesse para investigação. Ainda que a análise da desaceleração de 2011-2013 seja interessante, ela não explica o desempenho de 2014-2021.

---

<sup>3</sup> Apenas para ilustrar algumas ordens de grandeza: em 2014-2021, o crescimento da população em idade de trabalhar foi de 1,2% a.a. (PNAD). Na década de 2004-2013, o emprego aumentou 2,2% a.a.. Portanto, uma estabilização da taxa de desemprego a partir de 2004 poderia explicar, no máximo, uma desaceleração de 1% a.a. do PIB: de 4% a.a. para 3% a.a. No entanto, como o maior nível de FBCF/PIB, se também mantido, tenderia a elevar a produtividade, esse 1% a.a. de redução no crescimento ainda seria parcial ou totalmente compensado. Ou seja, nesse exercício simples de fatores de oferta, nada indica uma necessidade de passar a crescer em ritmo abaixo de algo como 3,5% a.a. após 2013.

#### 4 - O IMPACTO DO CICLO DE *COMMODITIES*

Em 2002 teve início um ciclo de alta de preços de *commodities* que durou até o terceiro trimestre de 2014 (Gráfico 6), com impacto positivo sobre as exportações de grãos, minérios e petróleo do Brasil. Tal fato ampliou a margem de manobra da política econômica no período. Mas sua contribuição à fase de crescimento do PIB requer qualificação.

Países com participação significativa de *commodities* na pauta de exportações normalmente experimentam variações em sentido inverso entre o preço das *commodities* e a taxa de câmbio. Ainda que a alta das *commodities* amplie o valor das exportações, com efeito expansionista sobre a demanda agregada, a apreciação cambial eleva as importações, com efeito contracionista. Ambos os fenômenos ocorreram na década de 2004-2013.

GRÁFICO 5 – Índice de preços de commodities (CRB - Média Mensal, 1967=100)



Fonte: *Commodity Research Bureau*. (2024)

A contribuição do setor externo como elemento autônomo de expansão ou contração do PIB pode ser aferida, portanto, pela variação do saldo comercial. Como se observa na Tabela 2, tal contribuição foi significativa apenas nos dois anos iniciais da fase de

crescimento, em 2004 e 2005. Nos demais oito anos, a contribuição do saldo comercial foi pequena e mais negativa do que positiva.<sup>4</sup>

Assim, o crescimento do PIB na década de 2004-2013 não é explicado fundamentalmente por um impulso recebido do setor externo. Mas o elevado preço de *commodities* teve, sim, efeito importante em outras variáveis do período.

Entre 2006 e 2012 foi adotada uma política de intensa compra de reservas internacionais. Tal decisão permitiu que o Brasil melhorasse estruturalmente sua posição de solvência externa, afastando o risco de novas crises do balanço de pagamentos. Esta foi uma primeira contribuição do ciclo de *commodities*.

Mesmo retirando do mercado grande parte do excesso de divisas, no entanto, a mitigação da tendência de apreciação cambial foi apenas parcial. Entre 2006 e 2014, a taxa de câmbio manteve-se mais apreciada, em termos reais, do que antes do Plano Real.<sup>5</sup> Na ausência dessa apreciação cambial, a indústria poderia ter crescido mais. Este foi um segundo efeito da alta das *commodities*, ainda que, como visto, o robusto crescimento do PIB em 2004-2013 tenha feito com que, mesmo perdendo participação, a indústria ainda tivesse muito melhor desempenho do que nas outras duas fases.

TABELA 2. Impacto do ciclo de commodities no Brasil, indicadores selecionados

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Crescimento do PIB per capita (%)</b>	0,0	1,7	-0,1	4,5	2,0	2,8	5,0	4,1	-1,1	6,5	3,0	1,0	2,1	-0,4	-4,4
<b>Balança Comercial (US\$ bi.)</b>	1,5	12,0	23,6	32,3	43,7	45,2	38,5	23,5	24,8	18,4	27,5	16,9	0,4	-6,7	17,4
<b>Variação do Saldo Comercial (US\$ bi.)</b>	3,3	10,5	11,6	8,7	11,4	1,5	-6,7	-15,0	1,3	-6,4	9,2	-10,6	-16,5	-7,1	24,2
<b>Variação do Saldo Comercial (% do PIB)</b>	0,6	2,1	2,1	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	0,1	-0,5	-0,9	0,1	-0,3	0,4	-0,4	-0,7	-0,3	1,3
<b>Taxa de Câmbio (media ano)</b>	2,4	2,9	3,1	2,9	2,4	2,2	1,9	1,8	2,0	1,8	1,7	2,0	2,2	2,4	3,3
<b>Índice de Câmbio Real (Jun/1994=100)</b>	120	133	137	135	110	<b>98</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>88</b>	<b>77</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>90</b>	91	111
<b>Reservas Internacionais (dez., US\$ bi.)</b>	36	38	49	53	54	86	180	194	239	289	352	373	359	364	356

<sup>4</sup> Também é possível tratar o efeito das importações sobre a demanda efetiva como redução no multiplicador, em vez de redução nas “exportações líquidas”. Dadas as ordens de grandeza, tal abordagem não altera os corolários para o período.

<sup>5</sup> O valor médio do Índice de Câmbio Real do BCB nos anos 2006-2014 foi de 87,2. A intensidade da “ancora cambial” no controle da inflação nesse período foi significativa, porém menos intensa do que nos anos 1995-1999, quando o mesmo índice teve média de 70,4.

Fontes: IBGE e Banco Central do Brasil.

As políticas distributivas em favor das camadas de renda baixa e média-baixa tiveram como consequência a mudança de preços relativos em favor dos serviços, setor mais intensivo nessas faixas de salários. Tal movimento foi reforçado pelo lado da demanda, pois, como observa (CARVALHO, 2018. p. 46-48), a cesta de consumo dessas camadas também é composta por serviços e produtos de menor valor, relativamente mais intensivos em trabalho de menor qualificação.

Na presença de certa rigidez nominal, processos de mudança significativa de preços relativos normalmente provocam alguma inflação, enquanto a transição está em curso. Na década de 2004-2013, além disso, essa transição ocorreu em meio a uma continuada queda na taxa de desemprego.

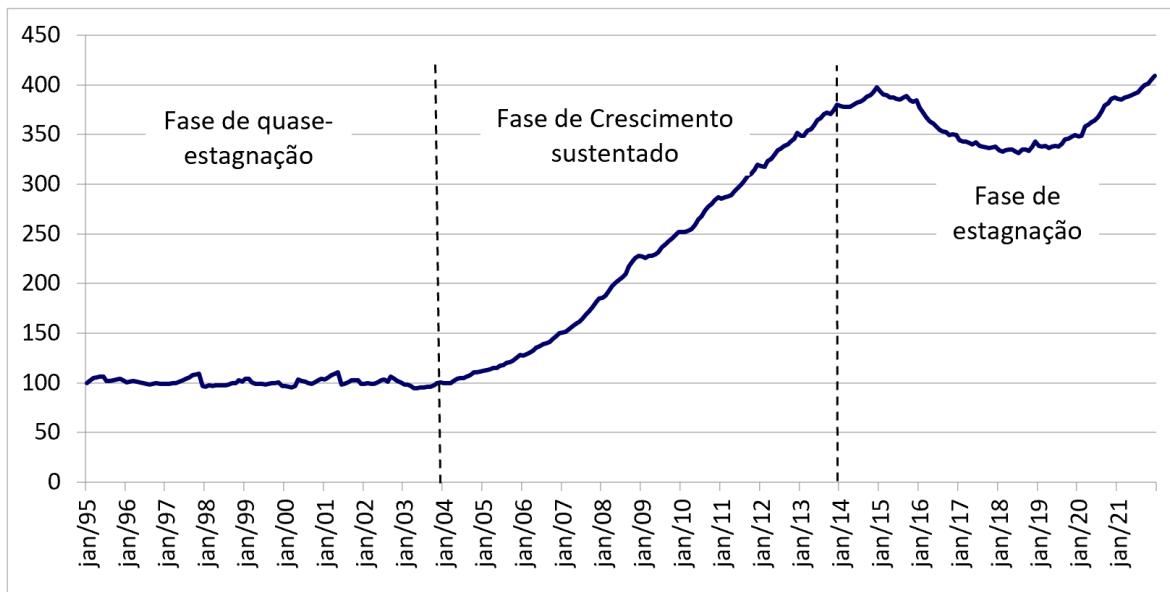
O fluxo de divisas proporcionado pelas exportações fez com que a taxa de câmbio nominal se apreciasse entre 2004 e 2012 e, nesse sentido, um terceiro efeito do ciclo de *commodities* foi contribuir para evitar que as circunstâncias e bem-sucedidas políticas que resultaram na ampliação da FBCF/PIB, no crescimento do PIB, no aumento do emprego e nos ganhos de rendimento das camadas de rendas mais baixas pressionassem demasiadamente a inflação.

## 5 – A OFERTA DE CRÉDITO

O comportamento do crédito corrobora as três fases econômicas identificadas. Mas não apenas isso: medidas e políticas voltadas à sustentação da oferta de crédito estão entre os fatores que explicam o bom desempenho da década de 2004-2013. Como se observa no Gráfico 6, a expansão inicia-se em 2004, segue em ritmo elevado e bastante regular por 10 anos e é interrompida em meados de 2014.

Ao longo de 2003 e 2004 foram criados o crédito consignado para pessoas físicas, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), além do instituto do patrimônio de afetação para o financiamento imobiliário.

GRÁFICO 6 – Índice do Saldo de Crédito Total Deflacionado pelo IPCA (Jan/1999=100)



Fonte: Banco Central do Brasil (2024c) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2024d),

A distribuição altamente desigual da renda no Brasil limita o acesso a créditos de largas parcelas da população empregada. Ao longo da década de 2004-2013, os ganhos das camadas de renda mais baixa contribuíram para sua capacidade de pagamento na tomada de crédito. A parcela da população abaixo da linha de pobreza diminuiu de 41,5% em 2003, para 19,9% em 2013. Essa “nova classe média”, que gradualmente alcançou 21,5% da população, passou a ter maior acesso ao crédito. Vale notar que, no mesmo período, a população abaixo da linha de pobreza caiu de 11,0% em 2003 para apenas 3,2% em 2013 (World Bank. 2022), contribuindo para um ambiente geral de otimismo quanto à melhoria das condições sociais e econômicas.

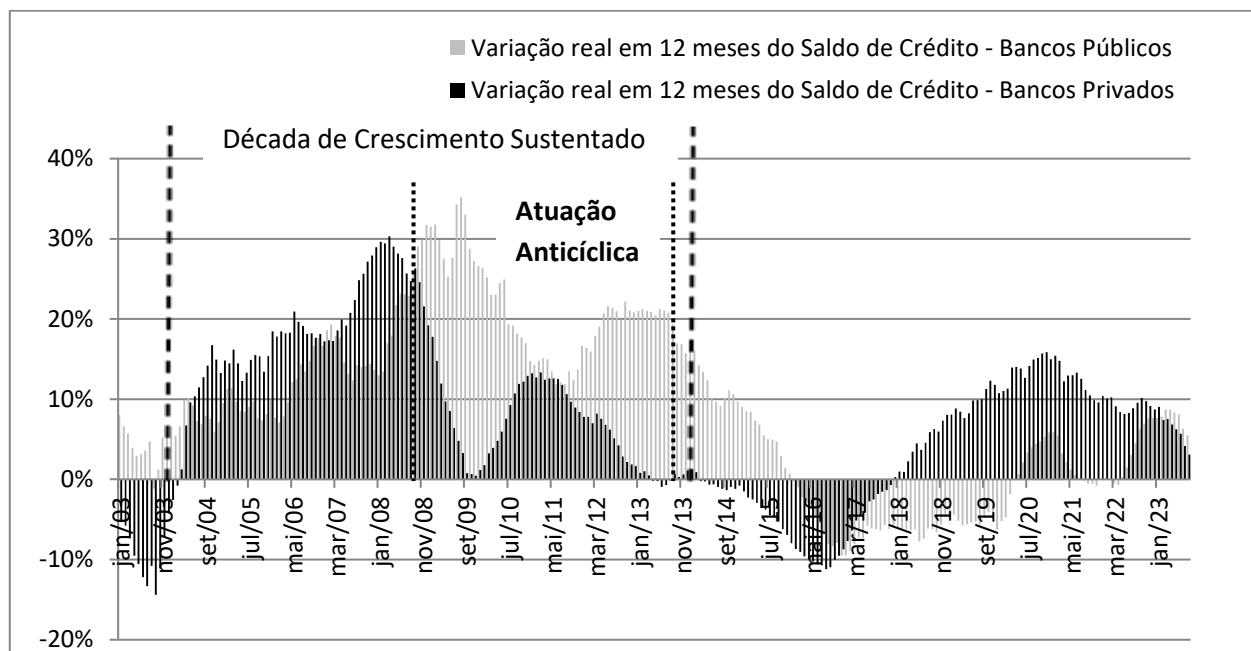
Desde o colapso do Sistema Financeiro da Habitação, o país também apresentava níveis muito baixos de crédito habitacional. O conjunto de medidas de estímulo ao crédito para construção residencial do programa Minha Casa, Minha Vida, a partir de 2009, relançou esse setor. No que se refere ao crédito industrial e para a infraestrutura, o BNDES melhorou e expandiu suas condições de financiamento.

Contribuição mais notável para que a oferta de crédito pudesse mostrar a regularidade observada no Gráfico 6 durante um período que inclui a grande recessão internacional, entretanto, foi a atuação anticíclica dos bancos públicos.

A configuração do setor bancário brasileiro, na qual bancos privados e bancos públicos têm participações da mesma ordem de grandeza<sup>6</sup> faz com que políticas bancárias adotadas pelas instituições financeiras públicas possam ter papel muito relevante no investimento e no nível de atividade.

A crise do *subprime* de 2008-2009, bem como a crise do Euro em 2011 atingiram a economia internacional e deprimiram o estado de confiança também no Brasil, conduzindo a dois movimentos de desaceleração na oferta de crédito pelos bancos privados, um iniciado em 2008 e outro em 2011.

GRÁFICO 7 – Variação de 12 Meses do Saldo de Crédito, Deflacionado pelo IPCA



Fonte: Banco Central do Brasil (2024d) e IBGE (2024d).

Como se observa no Gráfico 7, O ambiente positivo iniciado em fins de 2003 se estende por cinco anos. Entre dezembro de 2003 e setembro de 2008, os bancos privados lideraram a expansão, com crescimento real de 20% a.a. O crédito dos bancos públicos cresceu à taxa real de 14% ao ano, contribuindo para moderar a taxa de crescimento total. (BCB. 2024d)

<sup>6</sup> Entre 1995 e 2023, a participação dos bancos públicos oscilou entre um mínimo de 34% e um máximo de 57% do crédito total (Banco Central do Brasil. 2023a).

Com o início a crise internacional, em setembro de 2008, os bancos privados travaram sua expansão. O saldo de crédito privado real, que vinha crescendo ao ritmo de 26% nos 12 meses anteriores, nos 9 meses seguintes tinha caído 1%.

Mas as diretrizes para os bancos públicos foram no sentido de evitar a interrupção súbita da oferta de crédito. Contando inclusive com aportes do Tesouro ao BNDES, os bancos públicos mantiveram a trajetória de expansão. Seu saldo de crédito cresceu 21% nos mesmos 9 meses após o início da crise. Com o sucesso da estratégia anticíclica, apoiada também em outras medidas de política econômica, o impacto da crise no Brasil foi fortemente mitigado e começou a ser revertido em apenas três trimestres. A partir de julho de 2009, o crédito privado retomou a expansão.

A relevância dessa estratégia de utilização dos bancos públicos como instrumento de política econômica não deve ser subestimada. Sem recurso a esse instrumento, outros países tiveram de limitar-se, tipicamente, a políticas monetárias e fiscais, com custos muito mais elevados e resultados inferiores.

Apesar de uma expansão do gasto público de 3,9% do PIB entre o 3º trimestre de 2008 e o 3º trimestre de 2009 (FRED. 2024) e déficit nominal de 9,8% do PIB no ano, os EUA sofreram em 2009 sua maior recessão desde 1946, com queda de 2,6% do PIB (OMB, 2024). A Zona do Euro promoveu expansão de gastos de 3,9% do PIB e teve déficit nominal de 6,3% do PIB. Ainda assim, registrou recessão de 4,5% (EUROSTAT, 2024). A Argentina realizou uma expansão de gastos públicos de 5,6% do PIB (PDP, 2024) e isso não foi suficiente para impedir um recuo de 5,9% no nível de atividade.

O Brasil, diferentemente, conseguiu estabilizar o nível de atividade econômica em 2009 (variação de -0,1% do PIB), com elevação de gastos públicos de apenas 1,9% do PIB (CEIC. 2024) e déficit nominal bastante baixo: 3,1% do PIB (BCB. 2024a). A expansão anticíclica que outros países fizeram por meio de gasto, o Brasil fez principalmente por meio de crédito.

A demanda adicional que resultou da política adotada pelos bancos públicos pode ser calculada pela diferença entre a expansão viabilizada pelos financiamentos efetivamente concedidos e aquela que resultaria se os bancos públicos crescessem à mesma taxa dos

bancos privados. Como se observa na tabela 3, essa diferença foi de 4,1% do PIB nos 4 trimestres após a crise.<sup>7</sup>

TABELA 3 – Saldo de crédito por tipo de controle dos bancos

	Bancos privados	Bancos públicos	Bancos públicos, se seguissem política dos bancos privados nos 4 trimestres após a crise
Set/2008	R\$ 767 bi.	R\$ 394 bi.	R\$ 394 bi.
Set/2009	R\$ 860 bi.	(A) R\$ 547 bi.	(B) R\$ 415 bi.
Variação	5,2%	38,8%	5,2%
Diferença (A) – (B)			R\$ 132 bi. = 4,1% do PIB

Fonte: BCB (2024d) e IBGE: PIB do 4º tri/2008 ao 3º tri/2009 (2024c). Elaboração própria.

Superados os trimestres mais críticos, a velocidade de expansão dos bancos públicos foi progressivamente reduzida até que, em meados de 2011, a grave crise financeira da Zona do Euro provocasse um novo aumento da aversão a risco e da preferência pela liquidez dos bancos privados. A oferta de crédito pelos bancos privados brasileiros sofreu nova freia: a variação real de 12 meses caiu de 13% positivos em junho de 2011 para -1% em junho de 2013. Os bancos públicos, mais uma vez, aumentaram então sua taxa de expansão: de 12% para 21%. Por duas vezes, portanto, a política anticíclica estabilizou a expansão do crédito, contribuindo para o contínuo crescimento do investimento e do PIB que caracterizaria a década de 2004-2013.

Em 2014, a expansão do crédito pelos bancos privados continuou próxima de zero e, nos bancos públicos, desacelerou gradualmente, mantendo patamar de 10% no segundo semestre. A expansão total do crédito terminou 2014 no modesto ritmo de 5%. Em 2015, com a recessão econômica, a variação entrou no campo negativo nos dois conjuntos de bancos, já então por conta de queda na demanda e não apenas por determinantes da oferta de crédito. Nos anos seguintes, a política para os bancos públicos passou a ser mais restritiva.

Políticas anticíclicas de sustentação da atividade por meio de bancos públicos apresentam uma extraordinária eficiência fiscal. Um exemplo muito simplificado serve de ilustração: o efeito expansivo inicial de um investimento de \$100 viabilizado por um

<sup>7</sup> Vale notar que tal diferença deve ser atribuída à distinção entre as políticas bancárias e não a um *crowding out* por meio de taxas de juros mais baixas, uma vez que os bancos privados tiveram acesso ao *funding* e às taxas favorecidas do PSI, o grande programa do BNDES à época. Também o Minha Casa, Minha Vida, principal programa habitacional, estabeleceu as mesmas condições favoráveis para todos os bancos, não apenas para a Caixa Econômica Federal.

financiamento com subsídio total de \$20 é, evidentemente, muito superior a uma simples expansão fiscal de \$20. Isso somente não ocorreria se, mesmo sem o financiamento subsidiado, mais de 80% dos projetos já fossem realizados. Alguns estudos empíricos sobre os financiamentos do BNDES encontram “adicionalidade” da ordem de 50%<sup>8</sup>. Nessa ordem de grandeza, um subsídio total de \$20 resulta em expansão líquida de \$50, uma eficiência correspondente a 250% daquela de igual expansão fiscal.

TABELA 4 – Expansão econômica viabilizada pela atuação dos bancos públicos

	Expansão do crédito nos bancos privados	Expansão do crédito nos bancos públicos	Diferença entre taxas de expansão dos bancos públicos e dos bancos privados	
Set/2008 a Set/2009	5,2%	38,8%	R\$ 132 bi.	4,1% do PIB
Set/2009 a Dez/2010	23,9%	30,5%	R\$ 36 bi.	0,8% do PIB
Dez/2010 a Dez/2011	14,8%	24,3%	R\$ 67 bi.	1,5% do PIB
Dez/2011 a Dez/2012	7,6%	27,9%	R\$ 179 bi.	3,7% do PIB
Dez/2012 a Dez/2013	7,0%	22,6%	R\$ 177 bi.	3,3% do PIB
<b>Set/2008 a Dez/2013</b>				<b>13,4% do PIB</b>

Fonte: BCB e IBGE. Elaboração própria.

A tabela 4 apresenta uma estimativa do impacto econômico que resulta da diferença entre a taxa de expansão dos bancos privados e aquela dos bancos públicos para o período compreendido pelos dois movimentos anticíclicos dos bancos públicos.

Na tabela 5, é possível observar a ordem de grandeza do ganho fiscal alcançado nesses 5 anos de atuação anticíclica dos bancos públicos, mesmo considerando não apenas o custo da parcela anticíclica dos financiamentos (apresentada na última coluna da Tabela 4), mas considerando o custo do subsídio no total dos financiamentos do Programa de Sustentação

<sup>8</sup> Para o período 2002-2016, (BARBOZA E VASCONCELOS. 2019. p. 232) encontram “adicionalidade” de 46%: cada \$100 em financiamento do BNDES eleva o investimento em \$46. Em estudo mais focado nos anos da crise, (MACHADO et al. 2014. p. 13) estimam “adicionalidade” dos desembolsos do PSI para o investimento de 118% em 2009 e 58% em 2010.

do Investimento (PSI) do BNDES e da FINEP – o principal programa do banco à época. Esse custo foi calculado, ano a ano, pelo Tesouro Nacional (2023. p. 4).

TABELA 5 – Custo da atuação anticíclica via crédito e via expansão fiscal (R\$ bilhões)

	(1) Custo de expansão fiscal equivalente à ação anticíclica dos bancos públicos (coluna 3 da Tabela 4)	(2) Custo Fiscal de 50% da coluna 1	(3) Subsídios Financeiros (Equalização ao BNDES) + Creditícios (Empréstimo da União ao BNDES) - Valores Correntes*	(4) Valor da coluna 2 trazido até 2023 ao custo de taxa Selic	(5) Valor da coluna 3 trazido até 2023 ao custo de taxa Selic+4% por 10 anos e Selic a partir do 11o ano	Diferença (4) - (5)
2009	132,5	66,2	4,82	234,61	24,40	210,21
2010	36,4	18,2	11,35	58,61	52,26	6,35
2011	67,4	33,7	15,73	98,79	66,09	32,69
2012	179,7	89,8	16,92	235,80	63,73	172,07
2013	176,6	88,3	16,62	213,56	57,61	155,95
<b>Total em R\$ bilhões até 2023</b>				<b>841,38</b>	<b>264,10</b>	<b>577,28</b>
<b>Total em p.p. do PIB de 2023</b>				<b>7,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>5,3%</b>

Fonte: BCB e \*Secretaria do Tesouro Nacional – Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e dos empréstimos ao BNDES – 6º bimestre de 2023.

O PSI sofreu alterações ao longo do período e praticou taxas de juros de 4,0% a 8,0% para financiamento de até 10 anos. As médias móveis de 10 anos da taxa Selic para os períodos iniciados entre 2009 a 2013, por sua vez, são de aproximadamente 9,5%. Adotando uma taxa média dos financiamentos do PSI de 5,5%, a ordem de grandeza do subsídio é de 4,0% ao ano por um prazo de 10 anos. Assim, uma simulação do custo total do crédito subsidiado oferecido naqueles 5 anos de ação anticíclica pode ser realizada adicionando à taxa Selic do período um custo adicional de 4 pontos percentuais por 10 anos: coluna (5) da Tabela 5.

No caso da alternativa de expansão fiscal, supondo que a “adiconalidade” dos financiamentos do PSI tenha sido de 50% e que, portanto, uma expansão fiscal de apenas 50% da atuação anticíclica dos bancos públicos teria efeito equivalente, é possível calcular o custo da alternativa de gastos aplicando a mesma taxa Selic, até 2023, a esse montante de gastos fiscais, sem acréscimo qualquer: coluna (4) da tabela 5.

O custo da alternativa creditícia é da ordem de 1/3 da alternativa de gasto ou, inversamente, o impacto do crédito é da ordem de 300%, para um mesmo custo. De fato, não se trata de um resultado surpreendente, uma vez que, mesmo existindo um subsídio na taxa

de juros, quando o instrumento utilizado é o crédito, o principal é retornado, ao passo que o gasto público é não reembolsável.

No que se refere à atuação anticíclica por meio da política monetária, por sua vez, uma ação expansionista pode perder eficiência quando os bancos privados estão com maior preferência pela liquidez, como ocorreu em grande medida nos EUA e na Europa, que tiveram que recorrer a taxas básicas de juros próximas de zero durante muitos anos e, ainda assim, viram-se forçados a praticar outras medidas extraordinárias, como o *quantitative easing*.

Esse risco de perda de eficiência nos canais de transmissão entre a taxa básica de juros definida pelo Banco Central e o comportamento do sistema bancário frente ao tomador final de crédito não ocorre, no entanto, se o instrumento de expansão for *diretamente* o financiamento às unidades produtivas, realizado diretamente por bancos públicos. Não há expansão monetária, nem se incorrer em subsídio a não ser que estejam associados à efetiva realização de um investimento ou de uma expansão da produção, como se dá, tipicamente, nos financiamentos do BNDES e da Caixa Econômica Federal.

No mesmo sentido, financiamentos subsidiados também tendem a ser mais eficazes que uma política fiscal de simples incentivos tributários, posto que, nesta última, a realização do investimento pode esbarrar na escassez de *funding* para determinados prazos ou tipos de risco.

## 5 - CONCLUSÕES

Com base em critérios econômicos objetivos, foram identificadas três fases distintas no desempenho da economia brasileira desde a estabilização dos preços: (i) quase-estagnação, em 1995-2003; (ii) crescimento sustentado, em 2004-2013; e (iii) estagnação, em 2014-2021. Tais fases são claramente marcadas pelo comportamento do PIB *per capita*, da FBCF/PIB, da taxa de desemprego, da produção industrial e da expansão do crédito. Sustenta-se que tratar todo período 1995-2021 como se apresentasse um único regime de crescimento não é adequado do ponto de vista histórico e obscurece a compreensão dos fatores que influenciaram positivamente ou negativamente o desempenho econômico nas diferentes fases.

Uma breve revisão de referências critica como pouco fundamentada uma interpretação baseada na retórica fiscal. Com relação a outros autores, sustenta que uma

melhor compreensão do período pode perder-se em interpretações que se baseiem exclusivamente em quocientes indústria/PIB ou de produtividade, bem como naquelas que atribuam a todo o período um regime de *stop-and-go*..

A fase (ii) se destaca pelo desempenho positivo e, também, como caso histórico de especial interesse para a análise do papel que as políticas bancárias podem ter na sustentação do investimento e da expansão da atividade. Argumenta-se contrariamente à ideia de que haja relação causal entre a moderada desaceleração econômica dos anos 2011-2013 e a estagnação dos oito anos seguintes ou mesmo a recessão de 2015-2016.

O artigo traz breve interpretação de como foram distribuídos os efeitos do ciclo de alta de *commodities* ocorrido entre 2002 a 2014. Identificam-se os seguintes impactos: (i) contribuição inicial ao crescimento; (ii) melhora na posição de solvência externa; (iii) moderação na expansão da indústria; e (iv) contenção da inflação – em uma fase de contínua queda do desemprego e mudança de preços relativos em favor dos salários mais baixos e dos serviços a eles associados.

Sustenta-se que a atuação anticíclica dos bancos públicos no Brasil estabilizou o crescimento da oferta de crédito total e, assim, a trajetória ascendente do investimento e do PIB na fase de crescimento sustentado, de 2004-2013. São apresentadas algumas simulações que corroboram a intuição de que o custo fiscal do crédito subsidiado é muito baixo, quando comparado à expansão fiscal típica, à qual tiveram que recorrer outros países.

## REFERÊNCIAS

- BARBOZA, R.; VASCONCELOS, G. F. R. Measuring the aggregate effects of the Brazilian Development Bank on investment. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 47, p. 223–236, 1 jan. 2019.
- BCB. Banco Central do Brasil. Série 6805: NFSP com desvalorização cambial (% PIB), Resultado primário do setor público consolidado, acumulado no ano; e série 17244: Resultado primário do setor público consolidado com Petrobras e Eletrobras (12 meses). <http://www.bcb.gov.br>. 2024a.
- BCB. Banco Central do Brasil. Para Dívida Líquida: séries 16845 e 4536. Para Dívida Bruta: série 4537. <http://www.bcb.gov.br>. 2024b.
- BCB. Banco Central do Brasil.. Série 20539: *Saldo da carteira de crédito, Total, R\$ milhões*. <http://www.bcb.gov.br>. 2024c.
- BCB. Banco Central do Brasil. Série 2007: *Saldos das operações de crédito das instituições financeiras sob controle público, R\$ milhões*; e série 2043: *Saldos das operações de crédito das instituições financeiras sob controle privado, R\$ milhões*. <http://www.bcb.gov.br>. 2024d.

- BRESSER-PEREIRA, L. C. Quase estagnação no Brasil e o novo desenvolvimentismo. *Revista de Economia Política*, 42(2), 503-531. DOI: 10.1590/0101-31572022-3328. 2022.
- CARVALHO, L. **Valsa brasileira: do boom ao caos**. São Paulo: Todavia, 2018. CEIC. <https://www.ceicdata.com/pt/country/brazil>. 2024.
- COMMODITY RESEARCH BUREAU. Série: CRB Futures and Spot Indices - Média Mensal (2024)
- EUROSTAT. Para PIB: <https://ec.europa.eu/eurostat>. Para gasto e déficit em 2009, ver boletim: [Off48307-d545-4fd6-8281-a621cbda385d.europa.eu](https://off48307-d545-4fd6-8281-a621cbda385d.europa.eu). 2024.
- FERRARI FL., F.; TERRA, F. H. B. Nuevo Consenso Macroeconómico, estancamiento y agenda económicos: el caso brasileño. **International Review of Economic Policy-Revista Internacional de Política Económica**, v. 6, n. 1, p. 1–15, 10 jul. 2024.
- FRED (Federal Reserve Economic Data). Government total expenditures/GDP, GDP. Quarterly, Billions of Dollars, Seasonally Adjusted Annual Rate. <https://fred.stlouisfed.org/>. 2024.
- IBGE. Série: Indicadores da PNAD Contínua Mensal (Brasil), População ocupada <https://www.ibge.gov.br>. 2024a
- IBGE, Produto Interno Bruto: Série Encadeada do Índice Trimestral, Formação Bruta de Capital Fixo; e PIB, contas trimestrais, R\$ milhões. <https://www.ibge.gov.br>. 2024c.
- IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – Série Histórica*. <https://www.ibge.gov.br>. 2024d.
- IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Produto Interno Bruto per capita. <http://www.ipeadata.gov.br>. 2024a.
- IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Série *Taxa de Desemprego (período de referência de 30 dias) por Regiões Metropolitanas (IBGE/PME)* e série *Taxa de desocupação na semana de referência (IBGE/PNAD)*. <http://www.ipeadata.gov.br>. 2024b.
- IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Série SCN10\_VAIND10: Indústria, índice real (base 2010=100); Série SCN10\_VAINDY10: Indústria (% do PIB); série SCN10\_VAIT10: Indústria de transformação, índice real (base 2010=100); série SCN10\_VAITY10: Indústria de transformação (% do PIB). <http://www.ipeadata.gov.br>. 2024c.
- LISBOA, M. DE B. Crítica ao Novo Desenvolvimentismo. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 11, n. jul-dez 2016, p. 181–189, 2016.
- MACHADO, L. et al. Effects of BNDES PSI on Investment of Brazilian Industrial Companies: impact estimates based on a matching approach. 42º Encontro Nacional de Econ. Anais ANPEC, 2014.
- NASSIF, A. et al. Structural change and productivity growth in Brazil: where do we stand? **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 40, n. 2, p. 243–263, 1 maio 2020.
- OMB (Office of Management and Budget). <https://www.whitehouse.gov>. 2024.
- PDE (Portal de Datos Económicos). Dados extraídos do gráfico “Gasto Total del Sector Público Argentino en Porcentaje del PIB. Fuente: Ministerio de Hacienda”. <https://www.economia.gob.ar/datos/>. 2024.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e dos empréstimos ao BNDES – 6º bimestre de 2023.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. **Nova Economia**, v. 25, 2015.

SICSÚ, J. Governos Lula: a era do consumo? **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 39, p. 128–151, mar. 2019.

WERNECK, R. L. F. Alternancia política, redistribuição e crescimento, 2003-2010. Em: **A Ordem do Progresso**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

WORLD BANK (2024). World Development Indicators – Gross Fixed Capital Formation (% of GDP), série NE.GDI.FTOT.ZS. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

WORLD BANK. (2022). World Development Indicators – Poverty headcount ratio at \$5.50 a day (2011 PPP) (% of population) and Poverty headcount ratio at \$1.90 a day (2011 PPP) (% of population). Acessado em 16 de Setembro, 2022. Disponível em <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.