

As Intrincadas Relações entre Política Fiscal e Creditícia no Brasil Pós-2008

José Roberto R. Afonso *

Resumo

A política fiscal brasileira em resposta à crise mundial foi tímida nos estímulos tradicionais, comparada a do resto do mundo, mas inovou ao conceder volumosos e crescentes empréstimos aos bancos públicos a custo da emissão de títulos governamentais. Este artigo analisa a forma peculiar como passaram a interagir as políticas fiscal e creditícia no País, em que se realça, dentre outros aspectos, governo com um patamar alto de dívida (bruta) e uma carteira de crédito superior a dos maiores bancos do país, empresas cada vez mais líquidas e menos endividadas, e a taxa de investimento nacional que segue reduzida.

Palavras-chave: crises financeiras; bancos; dívida pública; empréstimos do governo; investimentos.

JEL: G01; G21; H62; H81; E22.

Crise Mundial na Economia Brasileira

A economia brasileira crescia a seu ritmo mais acelerado das últimas décadas até ser impactada pela crise financeira global a partir da segunda metade de 2008.

* Economista. Doutor em Economia pela Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

Este artigo é uma versão revisada e resumida de trabalho apresentado ao 24º Seminário Regional de Política Fiscal da Comissão Econômica para América Latina (CEPAL), em 25/1/2012, e divulgado como *Estudos Fundap 4*, sob título “Fiscalidade, Crédito e Crise no Brasil: Diagnóstico e Proposições”, em 2/2012, ambos tendo por base argumentação desenvolvida inicialmente na seção 3.3.3 (“Expansão Creditício-Fiscal”) na tese de doutorado defendida na UNICAMP, em 16/12/2010 (<http://bit.ly/OnlBLQ>), convertida no livro digital “Crise, Estado e Economia Brasileira”, Editora Agir, 2011 (pp.239-248).

Os economistas Vivian de Almeida, Kleber Castro e Marcia Monteiro deram apoio nas pesquisas. Como de praxe, as opiniões são exclusivamente do autor, e não das instituições a que está vinculado. Sítio do autor: www.joserobertoafonso.com.br

O crédito era decisivo a ponto de sua variação ser mais que o dobro da do Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro semestre daquele ano.¹

A deterioração da economia internacional já estava em curso desde 2007, mas passava ao largo da brasileira, e as autoridades econômicas locais discursavam que nada atingiria o País porque o volume acumulado de reservas impediria uma quebra de confiança vinda do exterior e, ainda, como uma eventual alta do câmbio não mais pressionaria a dívida pública (ao contrário, o governo se tornou credor em moeda estrangeira), a desconfiança também não seria alimentada internamente.² Porém, ao contrário das crises passadas, não se originou nas contas externas e muito menos nas fiscais, nem no Brasil, a quebra de confiança, a interrupção de investimentos e o mergulho da economia brasileira em um período recessivo que, desde os anos 80, foi dos mais intensos (recoo médio de 1,9%) mas também dos mais curtos (dois trimestres, o último de 2008 e o primeiro de 2009).³ O estopim da crise no Brasil foi uma súbita parada na concessão de crédito,⁴ sobretudo pelos bancos privados, diante da incerteza radical decorrente dos cenários externo, na esteira da falência do Lehman Brothers, e interno, diante das perdas que a desvalorização cambial provocou em quem estava excessivamente exposto em derivativos, ditos tóxicos (estimadas em US\$ 37 bilhões, sem precedentes no resto do mundo).⁵

Quando as autoridades econômicas passaram a reconhecer que a crise chegou ao Brasil e diagnosticaram que estaria concentrada no crédito,

1 Entre o primeiro semestre de 2007 e de 2008, em valores correntes, o PIB aumentou em 13,5% e o total de crédito em 30,7%, segundo IBGE e BCB. Este contexto assim foi realçado: “Para se ter ideia do boom de crédito que se desenvolvia na economia no momento anterior à crise internacional, basta observar que em setembro de 2008 o crédito crescia 45,0% e 17,9%, respectivamente, para pessoas jurídicas e pessoas físicas, na comparação com o mesmo mês do ano anterior” (ALMEIDA, J.S., 2010, p.58). Para uma avaliação mais detalhada da evolução do crédito pré-crise, ver Marcolino; Carneiro (2010); e OECD (2009, pp.19-51), dentre outros.

2 É o caso, por exemplo, da apresentação do Presidente do Banco Central (BCB), “Brasil: Resistência Frente à Crise Financeira Global”, em setembro de 2008, que depois de apresentar dezenas de sobre o cenário internacional, resume os efeitos esperados sobre a economia brasileira em apenas dois tópicos: “Nos últimos anos, o Brasil aproveitou o bom cenário internacional para reforçar sua capacidade de resistência a choques externos. Eliminação da dívida cambial do setor público interrompeu o antigo ciclo de propagação de choques externos.” (MEIRELLES, 2008, p.21).

3 Ver CODACE/FGV, 2010.

4 Para mais detalhes sobre a deflagração da crise financeira no Brasil, ver Belluzo; Almeida, 2010.

5 As autoridades monetárias brasileiras (MESQUITA e TORÓS, 2010a, p.7) chegaram a um cálculo de perdas com derivativos cambiais muito acima dos US\$ 25 bilhões inicialmente projetados por técnicos do BID contra apenas US\$ 4 bilhões no México - ver Jara; Moreno; Tovar (2009). Outros emergentes (como Coreia do Sul e Polônia) também acusaram perdas com tal instrumento, porém, só o Brasil mereceu atenção particular em relatório do BIS (2010), inclusive citando que faltava ao país mecanismos de controle para evitar prejuízos para empresas como no Chile e na Colômbia.

reagiram⁶ com uma série de medidas(a partir do final de 2008) com ênfase na política monetária - aumentar a liquidez na economia, reduzir a taxa básica de juros (que chegou a ser elevada mesmo depois da crise global),⁷postura mais ativa do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado cambial e suporte para bancos de menor porte. Porém, só a partir de meados de 2009, depois que o Tesouro Nacional fez um importante aporte para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES(de R\$ 100 bilhões), que este segmento assumiu uma postura mais agressiva e inverteu a tendência do crédito:as concessões foram retomadas, o consumo acelerou ainda mais e a economia saiu da recessão. Em princípio, esse foi um processo muito diferente do observado nas outras economias, sobretudo as emergentes, pois a política fiscal aqui foi acionada muito mais para dar suporte à política creditícia do que para estimular diretamente a economia.

Diante da dimensão e extensão da crise, o ativismo na política fiscal foi desde logo resgatado para o cerne da política econômica pelos governos de diferentes partes do mundo. Já no Brasil, em direção oposta, a primeira resposta do governo,⁸ ao final de 2008, foi defender o caminho tradicional: “aumento da poupança fiscal”, segundo MANTEGA, 2008, p.14 - em particular, através da criação do Fundo Soberano,⁹ concebido como um instrumento anticíclico pois absorveria o superávit primário superior à meta daquele ano mas cujo capital inicial (R\$ 14,2 bilhões ou 0,5% do PIB) foi integralizado por títulos públicos.Pouco depois, o discurso mudou em favor de “política fiscal ativa”, com manutenção dos investimentos, novos subsídios para habitação popular e expansão dos benefícios sociais, porém, o “pacote” inicial de estímulos fiscais no Brasil era reconhecido pelo próprio Ministério da Fazenda (apenas 0.2% do PIB) como inferior aos adotados no resto do mundo, desde 0.3% do PIB na

6 Barbosa (2010) é uma boa opção para conhecer a ótica das autoridades econômicas brasileiras em relação à crise e as medidas adotadas para sua superação.

7 A taxa básica de juros (SELIC) chegou a ser aumentada para 13,75% em 10/9/2008, enquanto a mesma taxa já estava há meses em queda (até vertiginosa) no resto do mundo. Só começou a ser reduzida em 21/1/2009 (1 ponto) e seu último corte foi em 22/7/2009 (para 8,75 pontos).

8 A expressão “resposta do governo” passou a ser usada sucessivamente pelo Ministério da Fazenda depois que reconheceu que a crise mundial impactou o Brasil – ver Mantega (2008). Entendemos que faz um bom contraponto à expressão “reação”, que compreenderia as medidas que os governos foram obrigados a tomar de imediato e sem maiores estudos diante da crise, basicamente acionados instrumentos da política monetária. Já “resposta” passa a ideia de um mínimo planejamento e uma estratégia para equacionar os impactos da crise e sobretudo para estimular a economia.

9 O Fundo Soberano do Brasil (FSB) foi criado pela Lei nº 11.887, de 24/12/2008. Como o Congresso rejeitou aportar seu capital inicial com superávit financeiro, o governo o fez através de títulos do Tesouro. Seu patrimônio cairá para R\$ 15,5 bilhões ao final de 2011 (com um resultado negativo nesse ano de R\$ 3,2 bilhões). Mais informações disponíveis em: <http://bit.ly/OMqihh>

Itália, Suíça e Índia até 13% do PIB na China – segundo MANTEGA, 2009, p.28.¹⁰

O gasto público federal até aumentou em 2009/10: inclusive com folha salarial, benefícios previdenciários e assistenciais e mesmo investimentos fixos, porém, com base em decisões tomadas antes do início da crise. Dentre os instrumentos fiscais clássicos acionados depois da crise e em resposta a ela, a principal medida foi a redução de impostos federais (em especial, sobre a produção de automóveis), porém, o total da renúncia de receita fiscal calculado em cima de dados efetivos¹¹ apontou uma variação inversa esperada: caiu de 3,96% do PIB no biênio 2007/2008 para 3,67% do PIB no triênio 2009/2011, ou seja, o total das desonerações federais diminuiu depois de adotada a política anticíclica.

Não por acaso o Brasil aparece na comparação mais recente da dimensão das medidas fiscais discricionárias relativas à crise adotadas pelos governos das vinte maiores economias (G20) dentre os que menos as acionaram: 0.7% e 0.6% do PIB em 2009 e 2010 e nada em 2011, contra uma média do grupo de 2.1%, 2.1% e 1.1% do PIB, respectivamente – conforme FMI/FAD (2010, pp.6-7). O Brasil só foi mais comedido nesses estímulos que Índia e Itália – em comum, os três já apresentavam um expressivo nível de dívida pública (medida pelo conceito bruto) antes da crise irromper – respectivamente, 65.2%, 75.7% e 103.5% do PIB ao final de 2007, contra uma média do G20 de 60.8% do produto (FMI/FAD, 2010, p.123). Ao contrário da grande maioria dos outros países, o Brasil não criou um novo programa de investimentos fixos governamentais, apesar de ostentar das mais baixas taxas no mundo¹²(apenas priorizou o existente e elevou essa taxa de 1.8% para 2.9% do PIB entre 2007 e 2010, mas já tendo recuado para casa de 2.4% do PIB em 2011). Nem mesmo reformas estruturais foram realizadas, e sequer foram propostas, mais uma vez destoando da tendência mundial recente de

10 Um cálculo muito diferente foi apresentado por Barbosa (2010, p.11), que contou iniciativas de combate à crise que somavam 14,32% do PIB, sendo que as maiores foram de 4,75% do PIB relativo às operações de câmbio pelo BCB e duas vezes 3,3% do PIB, uma pela redução das reservas e outra pelos empréstimos ao BNDES.

11 O gasto tributário efetivamente observado (ao contrário do estimado, que acompanha os orçamentos fiscais anuais) compreende as receitas administradas e as previdenciárias, com informações anuais e tipos de tributos discriminados em RFB (2010) – vide resultados nos quadros XXVI e XXXII.

12 Ver comparações internacionais da formação bruta de capital estimada dos governos em proporção do PIB, em Afonso (2010). Para evolução recente da taxa de investimento no Brasil, ver Santos; Medeiros (2012, p.6).

reestruturar dos sistemas tributários até os sociais¹³ (o caso mais emblemático é o da reforma da saúde pública nos Estados Unidos), e até mesmo contrariando uma tradição nacional (pois o País enfrentou muitas crises no passado recente sempre promovendo mudanças estruturais, como foi o caso da desestatização até um novo regime monetário e fiscal na segunda metade dos anos 90).

Se os instrumentos fiscais tradicionais pouco foram acionados na resposta do governo à crise mundial no Brasil, outros menos conhecidos e analisados foram cruciais para a expansão do crédito que puxou a saída da recessão e moldou o crescimento posterior na economia brasileira.¹⁴ Em particular, chama-se a atenção para a concessão de empréstimos pelo Tesouro a bancos públicos, custeado pela emissão de títulos governamentais. O objetivo deste artigo é analisar essa peculiar interação entre política fiscal e creditícia na resposta do governo brasileiro à crise mundial de 2008/2009. Para tanto, nas duas seções seguintes são apontados inicialmente os aspectos peculiares da evolução e da estrutura da dívida pública e do crédito bancário no período pós-crise, e depois detalhada a análise do principal banco público, o BNDES.

A expansão creditício-fiscal

Não custa recordar que a presença de bancos públicos não constitui excentricidade brasileira em si: tais bancos têm importante presença nas grandes economias emergentes e também foram mobilizados no combate à crise global¹⁵.

Em geral, recursos governamentais são destinados a tais instituições (inclusive no caso dos multilaterais) na forma de capitalização – ou seja, recursos são repassados para integralização do capital, ou seu aumento,

13 Reformas estruturais (dos sistemas tributário, da previdência, da saúde e da administração pública, dentre outros) têm sido defendidas (inclusive por organismos multilaterais) como elementos “críticos” para a chamada *consolidação fiscal*, ou seja, para cobrir as lacunas fiscais no médio e no longo prazo – uma vez que as simulações sobre o ajuste fiscal necessário a reduzir o déficit e a dívida para os padrões anteriores à crise mundial indicam esforços qualificados como impossíveis, pela dimensão e pelo risco de provocar nova recessão. Ver uma reflexão sobre reformas estruturais necessárias ou propostas está disponível em FMI/FAD, 2010, pp.53-62, dentre outros trabalhos.

14 Na mesma direção do comentado, Moreira; Soares (2010) desenvolveram análises econométricas setoriais e concluíram “... que a política creditícia expansionista foi determinante para aumentar o consumo das famílias e o produto agregado durante a crise... É importante ressaltar que, além de a política fiscal ter gerado possivelmente um benefício mínimo, ela proporcionou um elevado custo, com o aumento da dívida pública resultante do maior déficit fiscal nominal... que as políticas anti-cíclicas obtiveram resultados bem mais modestos” (MOREIRA; SOARES, 2010, pp. 4-5).

15 Dentre outros, ver: WEO/IMF (2010, p.46); Jayme; Crocco (2010); The Economist (2010); bem assim Gupta; Kochhar; Panth (2011).

cobertos por recursos previstos no orçamento fiscal, em dotações incluídas especificamente para tal finalidade. No Brasil pós-crise, embora mídia e mesmo alguns analistas tenham usado tal expressão para qualificar os aportes de recursos do Tesouro para seus bancos, não houve capitalização – a última grande foi realizada em 2001.¹⁶ Tal alternativa possivelmente foi descartada pelas autoridades brasileiras porque exigiria incluir dotação específica no orçamento e contabilizar como despesa primária (inversão financeira), o que reduziria o superávit primário e aumentaria a dívida pública no conceito líquido.

Outro caminho, que historicamente tem sido mais trilhado no Brasil, passa pela chamada *poupança compulsória*, ou seja, compreende tanto contribuições arrecadadas pelo poder público para custear fundos de trabalhadores, seja de titularidade individual (como o de garantia do tempo de serviço do trabalhador assalariado, cuja poupança é investida em financiamentos para habitação, saneamento e desenvolvimento urbano), seja em forma coletiva (como o de amparo ao trabalhador, para custear o seguro-desemprego e abono salarial, no qual 40% da receita corrente é vinculada para financiamentos de investimentos produtivos através do BNDES), aplicados em bancos estatais (Caixa Econômica, respectivamente), quanto parcelas de outras receitas vinculadas para fundos de crédito (como no caso de porcentagens da arrecadação de imposto de renda e de produtos industrializados destinados a financiamentos para desenvolvimento regional, através dos bancos federais regionais).¹⁷ Captações de origem tributária repassadas para bancos estatais geram superávit primário e redução da dívida líquida do setor público, em igual montante – porque tais instituições não fazem parte do citado setor (são mais um dos financiadores dele). Esta alternativa para repasse de recurso público a banco estatal não poderia ser explorada em escala depois da crise porque a arrecadação dos respectivos tributos era naturalmente reduzida pela recessão e um eventual aumento de alíquotas e carga poderia diminuir ainda mais a renda disponível no setor privado. Por outro lado, aparentemente se chegou a avaliar a hipótese de usar parte dos (abundantes) recursos externos como possível *funding* para reforçar de forma expressiva o orçamento do BNDES – ver Safatle (2008).

16 Em 2001, foi realizada uma “recapitalização” de bancos federais (em particular, Banco do Brasil e Caixa Econômica), para usar um termo mais preciso, conforme analisado por Mettenheim (2010), dentre outros.

17 Para um detalhamento de como a poupança compulsória constitui *funding* dos bancos estatais brasileiros, ver Cintra; Prates (2010).

O governo brasileiro acabou decidindo lançar mão de um expediente inusitado para transferir recursos do Tesouro para bancos oficiais: se endividou, emitiu títulos e transferiu os próprios títulos para as instituições, a título de concessão extraordinária de empréstimo. Ainda que o total de crédito tenha sido autorizado e regulado em ato legal (medida provisória), não foram incluídas dotações específicas no orçamento fiscal para tal finalidade, sob a alegação de que não havia repasse de dinheiro mas sim uma mera transferência de ativos ou títulos. Na contabilidade da União, a concessão de cada empréstimo foi escriturada como despesa *extra orçamentária* e assim o valor também foi inscrito no ativo, como empréstimos a receber. Créditos já eram concedidos pelo Tesouro aos bancos federais antes da crise, inclusive a título de instrumentos híbridos de capital e dívida, mas sempre foram objeto de repasses pontuais e ostentaram saldo reduzido – nunca passaram de 1% do PIB até agosto de 2008, segundo o BCB.

Na prática, não há menor diferença financeira entre o crédito extraordinário e a capitalização (cuja integralização até poderia ser realizada em títulos públicos), porém, é radicalmente distinto o tratamento quando os indicadores fiscais tomam por base a dívida líquida (ao invés da bruta) e o resultado primário (ao invés do nominal) no caso em que o crédito concedido não conta como despesa (primária) e o seu saldo é deduzido da dívida (de modo que anula a correspondente emissão de títulos).¹⁸

Entre as duas alternativas, a opção do governo brasileiro foi pelo crédito no lugar da capitalização, porque, ainda que fosse a menos transparente, tinha a vantagem de permitir que se realizasse um gasto sem incluir no orçamento e sem reduzir o superávit primário e, o principal, de se aumentar o endividamento mas sem expressar o mesmo na medida oficial da dívida pública. Outro poderia ser o caso se a *convenção*¹⁹ predominante para medir e acompanhar os indicadores fiscais pelo governo e mesmo pelo mercado financeiro no Brasil fosse a mesma que prevalece no resto do mundo, nos organismos multilaterais e até nas agências de *rating* - a dívida bruta e

18 Sobre as diferenças entre essas metodologias e os procedimentos seguidos para a apuração dos indicadores fiscais no Brasil, ver DEPEC (2009).

19 *Convenção* é aqui utilizada em uma adaptação do preceito exposto por Keynes em sua *Teoria Geral* – em suma, como um método para se esperar que no futuro se repita o passado – ver Keynes (1996, pp. 162-163). Para Keynes, o estado natural é de uma incerteza radical em relação ao futuro, daí a necessidade da convenção – para se acreditar que tudo continuará bem. A perda da convenção (e não a incerteza em si, que é inerente à economia) é que provoca a fuga para liquidez.

só a contraída pelo governo geral.²⁰ De qualquer forma, se o crédito anula a dívida no momento da concessão, o mesmo não ocorre no futuro porque há um descompasso entre ativos e passivos, de modo que os juros a receber do Tesouro (na maioria dos créditos extraordinários, remunerado pela taxa de juros de longo prazo – TJLP) são muito inferiores ao custo médio da dívida federal (que supera até mesmo a SELIC). Assim, se inicialmente, as concessões passaram despercebidas, depois suscitaram um intenso e com profundas divergências em torno do custo dos subsídios (implícito, no caso do diferencial já citado de taxas, e explícito, quando o Tesouro arca com o custo da redução de taxa para sustentar investimentos prioritários) vis-à-vis os retornos esperados dos projetos de investimentos financiados com tais recursos.²¹

Empréstimos extraordinários foram concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir da Medida Provisória nº 453, de 22/1/2009, que autorizara o repasse de R\$ 100 bilhões, tendo este sido sucessivamente elevado e condições alteradas por medidas provisórias seguintes, sempre tendo a emissão de títulos como fonte dos correspondentes recursos. A primeira *tranche* foiliberada em 31/3/2009 de R\$ 13 milhões, a custo de TJLP + 2,5% a.a., e outras onze *tranches* foram liberadas até o final de 2011, de modo que o montante captado, em valores históricos, chegou a R\$ 230,2 bilhões (TJLP *pura* só passou a valer a partir de agosto de 2009), conforme relatado em informe do BNDES.²²

A primeira reação dos bancos públicos foi ajudar na intensa reestruturação empresarial e patrimonial que se deu no ápice da crise – ora para equacionar ou atenuar as perdas com derivativos cambiais, ora para adquirir carteiras de crédito de outros bancos privados, ora para dar saída a bancos privados ou aplicadores de empreendimentos abalados pela crise,²³ ora para

20 Os próprios técnicos do FMI, que na década de oitenta impuseram metas para a dívida mensurada pelo conceito líquido, agora tecem críticas a tal critério, como neste caso: “*The IMF has chosen to focus on the overall fiscal balance and gross public debt because of these two indicators’ well established links with short-term macroeconomic stability and longer-term public debt sustainability. It is for this reason that these indicators are used not only by the IMF but also by other international organizations, financial markets, and most ministries of finance and central banks worldwide.*” (HEMMING e TER-MINASSIAN, 2004, p.31)

21 Dentre outros trabalhos, ver a defesa dos créditos em Pereira; Simões (2010); BNDES (2010); e ainda em Pereira; Simões; Carvalhal (2011). Já críticas em Schwartzman (2010), Pastore (2010) e Almeida, M. (2009).

22 O BNDES publica em seu portal na internet um relatório gerencial detalhado sobre a aplicação dos recursos captados junto ao Tesouro Nacional: <http://bit.ly/PWV7iX>. Até junho de 2012, com mais duas *tranches* liberadas, o total captado já subira para R\$ 250,2 bilhões, a preços correntes.

23 Ver, dentre outros, Almeida, J. S. (2010, p.58), e Oreiro; Paula; Basilio (2010, p.66).

dar saída de capitais externos repatriados por matrizes mais abaladas pela crise. Passada a reação mais imediata à crise e adotadas medidas governamentais de forma um pouco mais planejada e organizada, os bancos comerciais públicos concentraram esforços em expandir o crédito para pessoas físicas – como o crédito consignado, para aquisição de veículos, e o habitacional (que nem sempre foi para imóvel novo ou popular).²⁴

É interessante contextualizar esses fluxos em termos macroeconômicos. Para fundamentar essa tese, vale comparar a posição de algumas variáveis fiscais e creditícias,²⁵ divulgadas mensalmente pelo BCB, entre dois pontos antes e depois da crise – isto é, entre agosto de 2008, um mês antes da quebra do Lehman Brothers, e dezembro de 2011, com a evolução retratada na Tabela 1.

Tabela 1 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E DE CRÉDITOS DO SISTEMA
FINANCEIRO - DEZEMBRO/2000 A DEZEMBRO/2011
Saldos ao final do mês em % do PIB

Variáveis	Dez/00	Dez/05	Ago/08	Dez/08	Dez/09	Dez/10	Dez/11	Ago/08- Dez/11
DÍVIDA PÚBLICA E DEDUÇÕES								
Deduções de Créditos Governamentais	8,5%	9,8%	8,5%	8,9%	11,9%	14,0%	14,5%	6,0%
Dívida Mobiliária na Carteira do Banco Central	11,0%	15,6%	13,8%	16,3%	19,7%	18,7%	18,2%	4,4%
Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)	47,7%	48,2%	42,5%	38,0%	41,5%	39,1%	36,5%	-6,0%
Dívida Mobiliária em Mercado	33,7%	44,3%	41,3%	41,1%	42,7%	42,2%	42,8%	1,5%
Dívida Pública Mobiliária Federal em poder do público (DPMFI)	43,0%	46,7%	51,6%	51,6%	56,4%	49,4%	50,7%	-0,9%
Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-metodologia pós 2008)	52,2%	56,4%	56,2%	57,4%	60,9%	53,4%	54,3%	-1,9%
Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG-metodologia até 2007)	63,2%	67,7%	59,6%	63,0%	66,6%	64,4%	64,2%	4,6%
OPERAÇÕES DE CRÉDITO								
Recursos Discricionários	11,5%	9,5%	10,8%	11,7%	14,4%	15,6%	17,6%	6,8%
Instituições Financeiras Públicas	12,0%	10,4%	13,1%	14,7%	18,4%	18,9%	21,4%	8,3%
Total do Sistema Financeiro Nacional	27,4%	28,3%	38,4%	40,5%	44,4%	45,2%	49,1%	10,7%

Elaboração própria. Fonte primária: BACEN (notas da política fiscal e de crédito, bem assim séries históricas).

Deduções de Créditos Governamentais compreendem valores abatidos na apuração da DLSP: recursos do FAT na rede bancária; créditos concedidos para instituições financeiras oficiais (instrumentos híbridos e ao BNDES), aplicações de fundos e programas financeiros, e créditos junto às estatais.

DPMFI em poder público calculada pelo BACEN na nota do mercado aberto (tabela 11), inclui operações compromissadas.

Pelo lado do crédito, sempre em proporção do PIB, o total de crédito bancário no país saltou de 38,4% em agosto de 2008 para 49,1% em dezembro de 2011, isto é, um incremento de 10,7 pontos do produto depois da crise, dos quais 77% explicados pelas instituições públicas (ou 64%, no caso dos recursos discricionários). Pelo lado fiscal, entre as deduções contadas no

24 Entre outras análises sobre a expansão dos bancos públicos, ver: Carvalho; Oliveira; Tepassê (2010); e Carneiro (2011).

25 O BCB divulga as estatísticas mensalmente a título de “notas econômico-financeiras para a imprensa”, disponíveis em seu portal na internet em: <http://bit.ly/PWWgHn>. Séries temporais estão disponíveis em outra página: <http://bit.ly/PWWsX3>.

cálculo da dívida líquida, o total de créditos ofertados pelo governo federal cresceu seis pontos do produto entre agosto de 2008 e dezembro de 2011, quando alcançou a casa de 14,5% do PIB. Nesse período, se a dívida no conceito líquido diminuiu em 6 pontos do produto, no conceito bruto restrito (usado pelo BCB, computando apenas as operações compromissadas) caiu apenas 1,9 pontos, mas no outro conceito bruto clássico (usado no resto do mundo e que inclui toda carteira de títulos no banco central) a variação foi no sentido oposto, aumentou em 4,6 pontos.

A vinculação entre expansão creditícia e fiscal foi ainda mais acentuada no auge e na saída da crise: se fosse considerada apenas a variação entre agosto de 2008 e dezembro de 2011, cresceram em 5,5 pontos do PIB os créditos concedidos pelo governo federal enquanto, do lado do crédito, aumentou em 5,8 pontos o saldo de operações das instituições financeiras públicas e em 6,9 pontos de todo sistema bancário, revelando uma aproximação ainda mais estreita entre tais variações. O crédito concedido pelo governo federal que mais cresceu depois da crise foi o que envolve empréstimos extraordinários ao BNDES: aumentou 6,6 pontos desde agosto de 2008, até acumular saldo de 7,7% do PIB em dezembro de 2011.

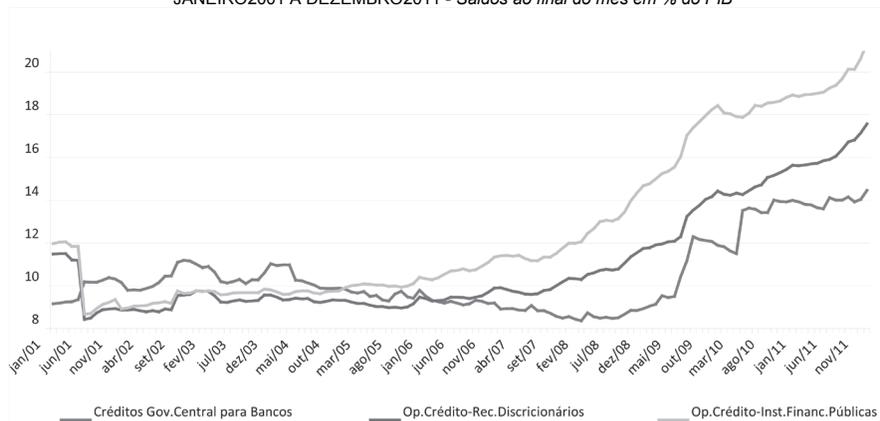
Destaca-se à parte como está composto o total de 14,5% do PIB em créditos acumulados pelo governo federal ao final de dezembro de 2011: além dos 7,7 pontos nos créditos extraordinários já citados (dos quais, 7,3 pontos para o BNDES), 3,8 pontos em repasses regulares do Fundo de Amparo aos Trabalhadores (FAT) para a rede bancária (mais uma vez, concentrados no BNDES); 2,4 pontos em aplicações em fundos e programas (como os fundos de desenvolvimento regionais, oriundos do IR e IPI, e os setoriais, como os da Marinha Mercante ou para inovação); e ainda 0,5 pontos em créditos junto às empresas estatais e demais (provavelmente incluindo créditos diretos para setor rural e até para empresas, como exportadoras).²⁶ Nestes cálculos não foram computadas as relações intragoverno – em particular, a rolagem das dívidas estadual e municipal pelo Tesouro Nacional: o saldo a receber em dezembro de 2011 era de 10,9% do PIB. Se somados aos créditos antes citados para o resto da economia, chega-se a um haver financeiro total de 25,4% do PIB, equivalente a pouco mais da metade do crédito bancário global.

26 Em termos de evolução dos créditos tradicionais do Tesouro junto aos bancos, menciona-se que o principal deles, os recursos do FAT, sofreu uma redução de 0,67 pontos do PIB entre agosto de 2008 e dezembro de 2011, em direção oposta (decrecente) a dos créditos extraordinários provenientes do Tesouro (crescentes), refletindo a deterioração financeira daquele fundo, sobretudo com aumento dos gastos com seguro-desemprego. Já no caso dos fundos e programas, houve um incremento de 0,34 pontos do PIB no mesmo período (pelo repasse das receitas tributárias arrecadadas).

Mesmo tomando só o crédito dos governos contra o resto da economia ao final de 2011, o montante de R\$ 598,2 bilhões ou 14.5% do PIB equivale a 82% dos financiamentos com recursos discricionários, 68% do conjunto de instituições financeiras públicas e 29% do crédito global. Na prática, o Tesouro Nacional se tornou, de certa forma, o *maior banco* da economia brasileira porque o montante citado superava com folga a carteira de crédito líquido dos maiores bancos, públicos e privados, do País na mesma data – caso do BNDES (R\$ 361,6 bilhões), do Banco do Brasil (R\$ 197,6 bilhões), da Caixa Econômica (R\$ 132,5 bilhões), do Itaú (R\$ 122,7 bilhões) e do Bradesco (R\$ 90,6 bilhões) - e até de bancos multilaterais do exterior – caso do Banco Mundial (R\$ 117,4 bilhões) e do BID (R\$ 89,3 bilhões), conforme indicadores comparados por Bazilio; Aronovich (2012, p.37).

A evolução na presente década tanto dos volumes das operações de crédito do sistema financeiro pelas instituições públicas (chegou a 21,4% do PIB em dezembro de 2011) ou com recursos direcionados (18%) pela ótica bancária, quanto do montante dos créditos concedidos pelo governo central aos bancos federais (14%), é apresentada em proporção do PIB no Gráfico 1. Fica visível como a crise foi um divisor de águas e como as tendências das três curvas estão claramente vinculadas entre si desde meados de 2009, quando foi iniciada a liberação de empréstimos extraordinários pelo Tesouro Nacional ao BNDES.

Gráfico 1 - EVOLUÇÃO DOS CRÉDITOS GOVERNAMENTAIS DO TESOUREO NACIONAL E DOS CRÉDITOS DAS INSTITUIÇÕES PÚBLICAS E COM RECURSOS DIRECIONADOS NO SISTEMA FINANCEIRO: JANEIRO 2001 A DEZEMBRO 2011 - Saldos ao final do mês em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN.

Cabe agora vincular crédito bancário à dívida pública de forma mais direta. Isso ocorre porque os mencionados créditos extraordinários concedidos pelo Tesouro Nacional depois da crise tiveram por fonte primária de recursos a emissão de títulos. A dívida colocada em mercado cresceu 1,5 pontos do produto entre agosto de 2008 e dezembro de 2011, quando chegou a 42,8% do PIB, ou seja, uma variação bem aquém da expansão de seis pontos dos créditos governamentais.

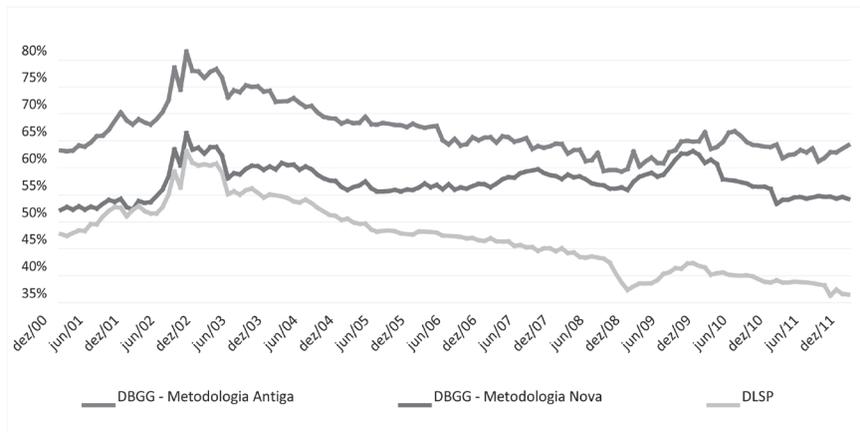
A análise do endividamento público no país, porém, precisa considerar também o que é colocado no mercado pelo banco central ao executar a política monetária. É uma forma indireta de um governo se endividar, com menos transparência e encurtando o perfil de vencimento da dívida. Depois da crise, só foi acelerado um processo que já era antigo no Brasil: a dívida mobiliária na carteira do banco central saltou de 11% para 18,7% do PIB, entre dezembro de 2000 e 2011, num ritmo duas vezes mais rápido do que cresceu a dívida mobiliária em mercado, que passou de 33,7% para 42,8% no mesmo período. À parte, chama-se a atenção para as operações compromissadas, cujo saldo, em dezembro último, já tinha recuado para 8,3% do PIB, computado apenas o extra mercado, como faz o BACEN na apuração da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Esse nível já tinha chegado a ser o dobro cerca de dois anos antes (16,3% em janeiro de 2010), coincidindo a sua expansão com a liberação pelo BCB dos empréstimos compulsórios para combater a crise e fornecer liquidez ao sistema; porém, ao que tudo indica, os bancos preferiram manter os recursos aplicados voluntariamente no mesmo BACEN, que a eles ofereceu operações compromissadas, enquanto os liberava dos depósitos compulsórios. De qualquer forma, somados títulos em mercado com o mercado aberto, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) estava em 50,7% do PIB ao final de 2011. Em que pese a contenção no período pós-crise, é importante lembrar que coincide com o movimento recente de acelerada expansão dos depósitos compulsórios remunerados (como será discutido a seguir).

A razão entre o total de créditos concedidos pelo governo central e o montante da dívida pública (mesmo esta medida por diferentes conceitos) manteve-se razoavelmente estável até eclodir a crise global. Na década de 90, antes da resposta à crise, havia uma tendência a reduzir a razão entre créditos e dívidas dos governos. A partir da metade de 2009, as curvas se inclinaram e passaram a crescer rapidamente, de modo que, ao final de dezembro de 2011,

o agregado de créditos concedidos pelo governo central equivalia a 22% da dívida bruta do governo geral (DBGG), a 29% da dívida mobiliária federal em poder do público e a 40% da dívida líquida do setor público (DLSP), historicamente os índices mais altos de tais razões – em agosto de 2008, os mesmos eram de 16%, 19% e 14%, respectivamente.

Menciona-se ainda que a vinculação entre ativismo creditício e fiscal no pós-crise foi acompanhada de mudanças importantes. No caso da dívida pública, não é diferente a magnitude pelos diferentes conceitos (a bruta é obviamente superior à líquida), como *descolaram* também as tendências da dívida pública brasileira nas três diferentes metodologias²⁷, conforme ilustrado no Gráfico 2.

Gráfico 2 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA EM DIFERENTES METODOLOGIAS:
EM % DO PIB - DEZEMBRO/2000 A DEZEMBRO/2011
Saldos ao final do mês em % do PIB



Elaboração própria. Fonte primária: BACEN. Saldos ao final do mês em % do PIB

Uma contrapartida desse maior endividamento público indireto, com um encurtamento no pós-crise escondido por trás da carteira do BACEN, é a liquidez do setor privado brasileiro. No período, uma análise dos balanços das

²⁷ A diferença entre as duas metodologias de apuração da dívida pública envolve o tratamento dispensado aos títulos públicos do Tesouro Nacional em mãos do BCB: na metodologia adotada pelo BCB a partir de 2008, é computado como dívida apenas o total de operações compromissadas; já na antiga metodologia, era considerada toda a carteira de títulos do BCB. A segunda é a mais adotada pelos outros países – quer dizer, é assim que aparece a posição brasileira no *Monitor Fiscal*, um levantamento bastante abrangente e atualizado do FMI. Sempre lembrando que a dívida bruta se refere ao chamado governo geral, que não abrange o BCB, as empresas estatais e os bancos públicos.

grandes empresas revelou que cresceram os índices de liquidez e caíram os de endividamento, com ligeira mudança de rota no auge da crise - ver análise dos principais indicadores contábeis trimestrais extraídos da consolidação de 193 empresas realizada pelo Grupo de Conjuntura da Fundação Desenvolvimento Administrativo FUNDAP (2010). Na mesma direção, a evolução do caixa e da dívida apenas das empresas abertas não financeiras mostrada por Torres; Macahyba (2012, p.26) apontam para um impressionante ajuste ao atravessa a crise: se detinham R\$ 140 bilhões em dívida líquida e igual valor em disponibilidades ao início de 2007, três anos depois, superada a crise, aquele passivo despencou para R\$ 93 bilhões e o ativo disparou para R\$ 216 bilhões – ou seja, passaram a ter em mãos um caixa suficiente para pagar tudo que deviam e ainda sobraria um terço do caixa, quando em 2005 o mesmo caixa mal cobria metade do devido. Por isso, se pode dizer que as empresas privadas brasileiras saíram da crise ainda mais líquidas e menos endividadas do que antes de terem nela entrado.

A preferência pela liquidez constitui uma opção quase estrutural na economia e tem como contrapartida o maior endividamento público.²⁸ Isto é, o aumento da liquidez privada se faz, ainda que indiretamente, a custa de maiores aplicações em títulos do governo, não apenas pela aquisição direta em mercado, como também indiretamente, através do BCB, via operações compromissadas e depósitos compulsórios. Logo, se a crise global exacerbou essa preferência, ela foi respaldada e servida pelo elevado endividamento governamental, o que, por sua vez, alimentou uma maior concessão de crédito para os bancos oficiais e, desses, para o setor privado, com endividamento crescente das famílias e decrescente das empresas. Uma hipótese é se por trás do círculo virtuoso entre expansão do crédito e aceleração do crescimento não se forma um círculo vicioso, quando o *funding* privado acabou canalizado nos cofres do governo e do seu banco central, que se endividam para ofertar via

28 É interessante mencionar uma comparação internacional sobre a dimensão e a composição da dívida nas maiores economias em 2008 realizada por Lund; Roxburgh (2010). No endividamento total, o Brasil (142% do PIB) aparecia em abaixo ? em relação às economias avançadas (piso de 200% do PIB entre os dez países ricos da amostra), mas já se sobressaia entre os emergentes: 142% do PIB, acima da Rússia e Índia e abaixo da China (71%, 129% e 158% do produto, respectivamente). A dívida pública realça na composição da dívida brasileira (66% do PIB) porque respondia por 46% da dívida total, proporção que ficava atrás apenas da Índia (51%) – ou, dito de outra forma, o mercado de dívida no País se revela muito mais concentrado no governo do que nas economias ricas (ainda que seus governos sejam mais endividados). as dívidas dos demais setores da economia no Brasil são relativamente baixas: a das famílias era de 10% contra uma média simples de 59% do PIB na amostra de 14 países; a das empresas era de 30% contra 81% da média (aliás, o mais baixo endividamento dentre todos os países); e das instituições financeiras, de 33% contra 65% do produto da média.

bancos estatais o *funding* que faltava para expandir o crédito e a economia. Uma parcela do endividamento público pode ter servido mais para substituir fontes de recursos em projetos de investimentos das empresas do que para financiar e disparar investimentos realmente novos e assim impulsionar a demanda agregada.

Os créditos para investimentos

O recente ativismo creditício a custo de expansão fiscal chama a atenção particular para as ações e as contas do BNDES.²⁹

A reação à crise nos bancos federais não começou por sua atuação clássica de concessão de empréstimos, mas sim pelo eventual socorro emergencial de bancos públicos a outros bancos (o que pode ter passado pela cobertura de posições a descoberto no mercado interbancário até a conhecida compra de carteiras de créditos, quando não de participações acionárias) e mesmo às empresas produtivas. Se, no pior da crise, BB e Caixa Econômica podem ter sido mais importantes para suprir o mercado interbancário (que já não funcionava em condições normais no Brasil, quanto mais se estreitou em meio a uma crise financeira global), o BNDES foi decisivo para estancar o impacto no setor produtivo provocado pelas perdas com os chamados derivativos cambiais tóxicos.³⁰

Aquele banco de desenvolvimento já tinha histórica experiência não apenas como fornecedor (quase monopolista) do crédito bancário de longo prazo, como também de ativo participante no mercado de capitais, comprando e vendendo importantes posições acionárias em grandes empresas públicas e privadas³¹. Assim pode e precisou usar dessa gama variada de instrumentos na

29 Para a visão do BNDES em relação à crise, ver Coutinho (2009a), (2009b) (2011); e ainda Sant'Anna; Borça; Araújo (2009).

30 A dimensão do impacto foi dada pelo próprio presidente da instituição:

“Esse processo afetou seriamente cerca de 200 empresas, sendo umas 60 a 70 em estado dramático no último trimestre de 2008. A solução para isso consumiu todo o ano de 2009. Foi um longo trabalho de reestruturação em que tecemos uma cooperação não visível com o mercado de crédito. Ou seja, houve uma função qualitativa na nossa atuação em 2009. Em alguns casos o BNDES não precisou aportar recursos, mas foi essencial como coordenador das soluções. Em meados de 2009, percebemos, primeiro, que os principais problemas estavam resolvidos, ou endereçados, pelo menos; e, segundo, que a economia estava recuperando o nível de confiança. Neste contexto uma decisão fundamental foi lançar o PSI (Programa de Sustentação do Investimento), pelo qual nós oferecemos linhas com juros extremamente atraentes para induzir a antecipação de decisões no investimento, com o objetivo de recuperar mais cedo o investimento privado” (COUTINHO, 2011, p.413).

31 Para uma análise do assunto, ver Lazzarini; Musacchio (2010).

resposta à crise. Recentemente, o presidente do banco, Luciano Coutinho, deu seu testemunho dessa reação inicial à crise: “Com efeito, busquei articular o BNDES com a banca privada, para evitar que ela entregasse à própria sorte empresas que ficaram seriamente avariadas com perdas de derivativos de câmbio.”³² Aliás, é possível que a desnacionalização de algumas empresas (e mesmo de setores) pode ter cumprido função semelhante ao apoio financeiro estatal no pós-crise.

Passada a fase da reação, focada na reestruturação empresarial, pode-se dizer que veio a fase seguinte, em que o BNDES expandiu seu crédito graças à já comentada captação de recursos de forma extraordinária e intensa junto ao Tesouro. É interessante concentrar a análise na função crucial do BNDES: o suporte à taxa de investimento nacional. A evolução histórica do crédito aportado pelo BNDES e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é apresentada na Tabela 2.

Comparados os créditos concedidos com os recebidos, chama a atenção, inicialmente, uma diferença importante nos fluxos, no pós-crise. Entre o final de 2008 e de 2011, o total de crédito concedido pelo BNDES aumentou 3,3 pontos do produto (chegando ao estoque recorde de 10,2% do PIB, no ano passado). Mas os empréstimos extraordinários que o banco tomou junto ao Tesouro Nacional cresceram em 6,1 pontos do produto no mesmo período (fechando o último ano com um estoque de 7,3% do PIB). Nem todo recurso pelo banco captado junto ao Tesouro se transformou em empréstimos no período. Há uma natural defasagem entre fontes e usos quando

32 Importa reproduzir mais trechos da entrevista do Presidente do BNDES, Luciano Coutinho:

“Naquele momento, era indispensável essa coordenação para evitar que um jogo individualista por parte dos bancos resultasse em uma deterioração geral da carteira de todos. Uma parte do problema decorria do fato de que o banco, que tinha uma fatia pequena dos créditos de uma determinada empresa, ficava tentado a tirar sua parte, a resgatá-la. O credor grande, que tinha uma fatia relevante, não podia fazer isso porque sabia que iria asfixiar a empresa. Se todos os bancos que tivessem fatias pequenas buscassem sair ia ser um problema grave. Daí a ideia de o BNDES coordenar, para que os bancos atuassem conjuntamente. Alguns bancos pequenos premidos por falta de funding no interbancário tiveram que pular fora, e foi necessário suprir o espaço deles, coordenadamente. Várias grandes empresas exportadoras foram obrigadas a absorver grandes prejuízos com derivativos alavancados. Nos defrontamos com um sério problema. O BNDES não podia entrar para cobrir os prejuízos, dando saída para os bancos causadores desses prejuízos, nem tampouco o BNDES podia realizar essas operações devido ao chamado efeito de *moral hazard*, pois privilegiaria os controladores imprudentes. Em geral, foram poucos os bancos que ofereceram esses derivativos e induziram a essas perdas. Para equacionar os prejuízos foi necessário interromper o processo cumulativo de perdas, negociando uma taxa de câmbio de encerramento das posições de modo a estabelecer um montante devido e partir para o seu financiamento a prazo. O BNDES deixou claro que essa precondição era essencial e que os bancos responsáveis pela venda desses derivativos tinham a obrigação de equacionar o refinanciamento dos prejuízos. Só após obtido isto entrevistamos e, quando necessário, reestruturando o controle para poder capitalizar e criar empresas capazes de voltar a investir” (COUTINHO, 2011, p.413).

se financia grandes projetos de investimentos de longo prazo, que recebem desembolsos ao longo de muitos meses e até anos. A novidade no período é que o BNDES teve uma atuação intensa no processo de reestruturação patrimonial das empresas brasileiras, especialmente por conta da crise de derivativos cambiais, e tais transações no mercado acionário não integram o crédito bancário tradicional, captado pela estatística do banco central. Não há como negar que uma parcela importante dos recursos captados pelo BNDES junto ao Tesouro acabou voltando ao mesmo Tesouro como diferentes formas de receitas – seja o que pode ser considerado um fluxo normal de recolhimento de tributos e de dividendos (mas que cresceram sobremaneira nos últimos anos), seja por transações atípicas, como a compra junto ao Tesouro Nacional de ações da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) e de dividendos futuros das Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras).

Tabela 2 - EVOLUÇÃO DO CRÉDITO CONCEDIDO PELO BNDES, DO CONCEDIDO PELO TESOURO AO BNDES, DOS DESEMBOLSOS DO BNDES, DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO E SEUS COMPONENTES ESTIMADOS
2001/2011 - Em % do PIB

Ano	Operações Crédito BNDES (Saldo/BC)	Crédito Extra Tesouro para BNDES (Saldo/DLSP)	Total Desembolso BNDES	Desembolso BNDES para FBCF	Investimento FBCF Alavancado pelo BNDES	FBCF Nacional
2001	5,42%	-0,33%	1,94%	1,10%	1,90%	17,03%
2002	6,32%	-0,80%	2,53%	1,04%	1,76%	16,39%
2003	5,89%	-0,80%	1,97%	0,94%	1,55%	15,28%
2004	5,67%	-0,92%	2,05%	1,10%	1,75%	16,10%
2005	5,78%	-0,78%	2,19%	1,09%	1,93%	15,94%
2006	5,87%	-0,42%	2,17%	1,11%	1,87%	16,43%
2007	6,01%	-0,25%	2,44%	1,41%	2,18%	17,44%
2008	6,90%	-1,17%	3,00%	1,60%	2,49%	19,11%
2009	8,74%	-3,99%	4,21%	2,21%	4,08%	18,07%
2010	9,49%	-6,28%	4,47%	2,23%	3,84%	19,46%
2011	10,22%	-7,31%	3,36%	2,22%	4,19%	19,47%
Média 2001/08	5,98%	-0,68%	2,29%	1,17%	1,93%	16,71%
Média 2009/11	9,48%	-5,86%	4,01%	2,22%	4,04%	19,00%
Var. 2011-08	3,32%	-6,14%	0,36%	0,62%	1,70%	0,36%

Ano	FBCF Nacional	FBCF Governos (IPEA)	FBCF Setor Privado	FBCF Setor Privado SEM BNDES DIRETO	FBCF Setor Privado SEM BNDES ALAVANCADO
2001	17,03%	1,89%	15,14%	14,04%	13,25%
2002	16,39%	2,21%	14,18%	13,13%	12,41%
2003	15,28%	1,51%	13,77%	12,83%	12,22%
2004	16,10%	1,63%	14,46%	13,36%	12,71%
2005	15,94%	1,62%	14,32%	13,22%	12,39%
2006	16,43%	2,00%	14,43%	13,32%	12,57%
2007	17,44%	1,79%	15,65%	14,24%	13,48%
2008	19,11%	2,25%	16,86%	15,26%	14,37%
2009	18,07%	2,38%	15,69%	13,49%	11,62%
2010	19,46%	2,85%	16,61%	14,38%	12,76%
2011	19,47%	2,30%	17,17%	14,95%	12,98%
Média 2001/08	16,71%	1,86%	14,85%	13,68%	12,92%
Média 2009/11	19,00%	2,51%	16,49%	14,27%	12,45%
Var. 2011-08	0,36%	0,05%	0,30%	-0,31%	-1,40%

Fontes: SCN-IBGE, APIDEORÇ; BNDES: dados da APISUR; FBCF Administração Pública; IPEA (até 2010) e projeção própria; sem BNDES. Saldos: Dívida Pública - créditos para BNDES (SEM FAT); Operações de Crédito - total do BNDES.

Concentrando as atenções nas operações de crédito, observa-se na primeira parte da Tabela 2 que: o total desembolsado pelo BNDES mal chegou à casa de 2,5% do PIB antes da crise financeira global; já subiu para 3% em 2008; cresceu mais um ponto em 2009; bateu o recorde com 4,5% em 2010; e recuou para 3,3% em 2011. Aqui se misturam operações de diferentes tipos, inclusive apoio às exportações, reestruturação e mesmo o giro associado a projeto, que foi intensificado como resposta à crise. Isolados apenas aqueles desembolsos que efetiva e diretamente impactaram a FBCF³³, observa-se que esses nunca chegaram à casa de 1,5% do PIB antes da crise, subiram para 1,6% em 2008 e alcançaram um novo patamar de 2,2% do produto e aí se estabilizaram no triênio 2009/2011 (registrando, à parte, que sozinho o setor de petróleo recebeu 0,77 ponto do produto em 2010).

Por si só, a distância entre o desembolso total e o impactante da FBCF já revela que nem todo esforço afeta diretamente a taxa nacional de investimento: na média dos realizados entre 2008 e 2011, apenas 55% financiaram diretamente maquinário e construção. É curioso que, em anos anteriores, quando era menor o orçamento do BNDES, ele foi proporcionalmente mais focado no investimento fixo³⁴.

A comparação entre os desembolsos específicos do BNDES para FBCF e seu volume nacional mostra como o pós-crise foi muito mais marcado por aumentar a dependência da economia em relação ao BNDES do que pelo tão sonhado e ansioso incremento na taxa de investimento nacional. Na segunda parte da Tabela 2, é possível constatar que a razão FBCF/PIB nacional caiu um ponto do PIB em 2009 e, depois, se recuperou e chegou à casa de 19,5% do produto, em 2010 e possivelmente também em 2011. Comparadas as taxas de 2008 e de 2011, verifica-se que a nacional aumentaria em 0,36 pontos do produto. Como os desembolsos do banco para FBCF subiram em 0,62 pontos do produtonos três anos citados, se pode inferir que a taxa do resto da economia encolheu em 0,26 pontos. Se for considerado que cálculos internos do BNDES

33 Os desembolsos do BNDES diretamente vinculados à FBCF são levantados pela Área de Planejamento daquele banco a partir das operações diretas, excluído o que não é investimento fixo (como capital de giro, saneamento financeiro, exportações e mercado de capitais), agregada ainda a linha para compra de equipamentos via agentes financeiros (inclusive FINAME) e as voltadas para equipamentos importados. O investimento alavancado é apurado pela razão entre o valor desembolsado e a taxa de participação do BNDES no total investido em cada projeto.

34 Em 1995, por exemplo, os desembolsos para FBCF chegaram a responder por 73% do total desembolsado pelo BNDES, embora essas equivalassem a apenas 1,01% do PIB, o mais baixo da era do pós-real. Ou seja, naquilo em que foi menor o tamanho do banco, ele foi proporcionalmente mais clássico que nunca.

apontam que o investimento por ele alavancado (ou seja, quando computadas também as outras fontes de recursos do projeto que apoiou) cresceu em 1,7 pontos do produto no período, se infere que a razão do resto da economia encolheu em 1,3 pontos. Vale decompor esse agregado.

À parte, vale comentar a evolução do setor público. No caso da FBCF realizada diretamente pelas administrações públicas, a expectativa é que pouco tenha se alterado nesses três anos: depois de subir 0,5 pontos do produto desde 2008 e chegar à melhor marca do pós-Real de 2,8% do PIB em 2010, projeções iniciais para 2011 apontam uma reversão³⁵ – que pode ter derrubado a taxa para nível próximo ao de 2008. A mesma evolução se passou com empresas estatais federais: a execução do seu orçamento de investimento³⁶ revelou um incremento de 1,7% do PIB em 2008 para a casa de 2,2% em 2009/2010, com queda para 2% em 2011 – ou seja, três anos depois, o incremento desse gasto foi irrisório (0,2 pontos do produto), apesar de todo o esforço promovido pela Petrobras no pré-sal e do crédito levantado – aliás, para financiar investimento mesmo, ele só foi relevante em 2009 (0,9% do PIB); nos demais anos, os empréstimos para tal fim mal chegaram a 0,2 pontos do produto, contradizendo a tese de que as estatais seriam excluídas do controle de metas fiscais para induzir maiores inversões.

Portanto, a contribuição do BNDES mais crítica pode ter sido a de impedir uma queda da taxa de investimento nacional porque recuou expressivamente esse gasto realizado pelo resto da economia e não por ele financiado. Mesmo com os aportes do Tesouro, aquele banco não conseguiu manter e ainda complementar o que antes se investia, o que se poderia dizer seria uma ação propositiva, de fomentar a demanda agregada puxada pelo investimento fixo.

As evidências já mencionadas apontam que prevaleceu uma ação compensatória, tendo em vista que os investimentos realizados com outras fontes de recursos (especialmente, as fontes próprias) recuaram sensível e

35 O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) discutiu se a diminuição da taxa de investimento público em 2011 seria atípica no comunicado disponibilizado em: <http://bit.ly/xSvw1r>, quando apurou que essa taxa no primeiro semestre caiu de 2,85 para 2,60% do PIB entre o primeiro semestre de 2010 e o de 2011.

36 Demonstrativos bimestrais do orçamento de investimentos das empresas estatais e do crédito concedido pelas agências oficiais de fomento são publicados no portal do Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST), órgão do Ministério do Planejamento, em: <http://bit.ly/wgj0q>

rapidamente (com opção preferencial pela liquidez).³⁷ Não foi integralmente convertido em aumento do estoque nacional de capital fixo todo o recurso fiscal que, em caráter extraordinário, foi emprestado pelo Tesouro Nacional, o que sinaliza que o BNDES precisou desempenhar outras funções que não apenas a de um clássico fornecedor de fundos para projetos de investimentos fixos.

A ação direta do BNDES praticamente cresceu tanto quanto os repasses para seus agentes financeiros, que compreendem praticamente todo o resto do sistema bancário. Segundo as estatísticas de crédito do BCB, o total de crédito do BNDES saltou de 6,1% do PIB ao final de agosto de 2008 para 10,2% em dezembro de 2011, ou seja, um incremento de 4,1 pontos do produto, em apenas três anos e meio e equivalente a 40% do aumento do crédito global. Parcela desse aumento, de 1,9 pontos do produto, envolveu mais repasses do BNDES para as demais instituições financeiras. Isto sinaliza que o BNDES também pode ter sido chamado a dar suporte financeiro para outros bancos estatais, como o BB e a Caixa, inclusive para apoio a programas de governo com garantia da União e nem sempre contabilizados como desembolsos.

A resposta à crise estreitou os laços de relacionamento financeiro entre o BNDES e o resto do setor público, tanto pelo lado da fonte de recursos, dada a brutal dependência de captações extraordinárias junto ao Tesouro, como também pelo lado do uso, pela concentração de ações do BNDES em outros bancos e empresas³⁸.

37 Para não restar dúvidas, menciona-se à parte que a opinião de que os efeitos da ação do BNDES tiveram mais mérito defensivo do que afirmativo não ressuscita a crítica do chamado *crowding-out* – baseado na ideia de que quando o Estado eleva o seu gasto e sua dívida acaba por provocar uma redução de igual componente do setor privado. O aumento da oferta de crédito do BNDES não induziu as empresas a investirem menos. Isso foi fruto de decisão autônoma ao banco e mesmo ao governo: a quebra das convenções e a percepção de um cenário futuro sombrio nos negócios, afeta expectativas e, ainda mais quando se assiste a uma crise global e não apenas uma fase de retração cíclica, foi exacerbada a preferência pela liquidez. No Brasil, talvez até mais do que em outros países, tal liquidez sempre foi convertida em aplicações em títulos públicos, por aquisições diretas ou através das operações compromissadas realizadas pelo banco central. Portanto, os recursos próprios minguaram para financiar os investimentos não porque o governo os deslocou (inclusive com taxas de juros fora do equilíbrio) mas sim porque os próprios investidores não mais confiavam em investir. Projetos foram paralisados e outros foram desacelerados, e o que era inevitável se manter, obviamente, sempre que foi possível, se financiou via BNDES enquanto se manteve o caixa próprio. Não se deve confundir consequência com causa.

38 Para uma análise de fontes e usos do BNDES, ver balanços, demonstrações e informes, contábeis e financeiros, disponibilizados no seu portal na internet em: <http://bit.ly/zC48pC>. Em particular, relatórios trimestrais sobre a aplicação dos créditos extraordinários captados junto ao Tesouro, encaminhados ao Congresso, são divulgados pelo BNDES em seu portal na internet em: <http://bit.ly/ehfZR6>. Aliás, independentemente da fonte de recurso, a discriminação das principais operações contratadas pelo BNDES desde 2008 (segundo a área, incluindo repasses, e por nome e CNPJ do tomador, resumo do projeto, data e montante) também está disponível no mesmo portal em: <http://bit.ly/h7Elen>. Considera-se que essa iniciativa constitui um passo muito relevante em termos de transparência bancária, o que nem sempre se repete em outros bancos brasileiros, e talvez nem mesmo nos bancos similares de caráter multilateral.

A dependência do BNDES em relação aos citados empréstimos extraordinários tornou-se tão alta que em setembro de 2011, segundo o informe contábil do sistema, o saldo dos recursos do Tesouro (R\$ 293 bilhões) já era mais que o dobro do saldo acumulado junto ao FAT (R\$ 142 bilhões), depois de duas décadas de repasses constitucionais obrigatórios e regulares. Mesmo somando o captado junto a organismos e na colocação de títulos, o captado de forma emergencial era 1,8 vezes maior que a soma das fontes regulares³⁹.

A outra faceta do pós-crise no BNDES foi sua maior exposição ao resto do setor público. O informe financeiro trimestral de setembro de 2011 registrava que as transações com outras entidades governamentais⁴⁰ resultavam em um ativo total de R\$ 75,5 bilhões, o que equivale a 13% do ativo total do banco. Tal saldo era 2,6 vezes superior ao mesmo montante registrado no informe de junho de 2009: como esse incremento supera em muito a grande operação realizada com a Petrobras naquele ano, é possível inferir que outras grandes transações foram realizadas com demais entidades estatais – e as maiores são o BB, a Caixa e a Eletrobras.

Pela dimensão das transações realizadas, vale dedicar uma análise particular às relações entre BNDES e Petrobras. Em uma das primeiras reações do governo à crise, as autoridades fiscais excluíram tal empresa da abrangência do setor público que estava submetido aos limites de dívida e à meta de resultado fiscal, e, o que teve mais efeito prático, as autoridades monetárias excepcionalmente autorizaram que a exposição de crédito do BNDES à Petrobras não fosse contada para todo o grupo empresarial e, sim, para cada um de seus estabelecimentos⁴¹. Daí resultou em forte apoio creditício daquele banco à petroleira: o seu passivo junto ao BNDES⁴² em setembro

39 Para recuperar um histórico das finanças do BNDES, ver Giambiagi; Rieche; Amorim (2009) e Bazilio; Aronovich (2012).

40 Segundo o balanço do BNDES, as outras entidades compreendem tanto instituições financeiras federais (como BB, Caixa, BNB) e empresas (como ELETROBRAS e ELETROBRAS) quanto fundos públicos (como o FAT, o Fundo do PIS/PASEP, o Fundo da Marinha Mercante - FNM, e o Fundo de Garantia da Competitividade - FGPC). Do lado dos ativos, as transações compreendem “fundos, debêntures, operações de crédito e repasses, dividendos e juros sobre capital próprio e outros créditos a receber”. Ver transações no item 25.3 do balanço ou item 22.3 do informe trimestral, disponíveis em: <http://bit.ly/ggK4ic>.

41 Na prática, a flexibilidade na regulação bancária (liberando a exposição do BNDES) foi mais importante do que a excepcionalidade fiscal (à exclusão da ELETROBRAS), pois pouco útil seria dispensar essa empresa de qualquer limite para tomar financiamentos domésticos se, além daquele banco estatal, não havia outro capaz de oferecer volume, prazo e taxas.

42 A evolução das transações da ELETROBRAS com outras entidades governamentais está registrada nas informações trimestrais prestadas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), disponíveis em: <http://bit.ly/c4IHqv>.

último era de R\$ 38,7 bilhões, o quádruplo dos R\$ 7,7 bilhões devidos em junho de 2008⁴³.

O vínculo atual entre as duas citadas entidades federais tem caráter crítico. Como o BNDES fechou setembro com um patrimônio líquido de R\$ 56,4 bilhões e patrimônio de referência de R\$ 94,1 bilhões, aquele montante de dívida reportado pela Petrobras nessa data equivalia a 69% e 40% de tais indicadores patrimoniais. Se ainda for considerada a participação societária declarada pelo banco naquela estatal, de R\$ 38,2 bilhões em setembro último, dobra a exposição nominal do BNDES na Petrobras (para R\$ 76,9 bilhões), a ponto de superar em 36% o patrimônio líquido daquele banco – e um único cliente passou a equivaler a 82% do seu patrimônio de referência.

De certa forma, é possível dizer que a ativa atuação do BNDES no enorme processo de reestruturação patrimonial que marcou a reação inicial à crise no Brasil não se limitou ao suporte ao setor privado, mas também estreitou os laços entre bancos e empresas estatais a um ponto que pode ser considerado umbilical – uma vez que o controlador (o Tesouro) é o mesmo dos bancos e das empresas citadas. Um banco se tornou mais dependente de seu controlador como nunca foi pelo lado do passivo, ao mesmo tempo em que se expôs de forma capital a um único cliente pelo lado do ativo, mas cujo controlador era comum. Não poderia ter sido mais fácil o controlador apoiar diretamente a empresa e não precisar usar um banco como intermediário? Se a referida empresa controlada tinha sócios privados e não se queria mexer na sua estrutura de controle, por que depois acabou esta sendo alterada de forma mais radical e até controvertida, com a capitalização de campos de petróleo para futura exploração?⁴⁴ Ora, no limite, se uma eventual exposição excessiva de um credor em relação a certo devedor viesse a exigir que dívidas fossem convertidas em participações acionárias, isso poderia disparar acerto de posições patrimoniais que viessem a culminar em transformar os empréstimos extraordinários em capitalização. Nesta hipótese, acabaria por se converter, ainda que no futuro, em maior despesa primária, menor superávit primário e mais dívida pública, tudo aquilo que deveria ter assim sido registrado no passado e que foi escamoteado e postergado ao se recorrer a empréstimos

43 Contra o BB, a dívida da PETROBRAS saltou de R\$ 2 para R\$ 11,9 bilhões, entre junho de 2008 e setembro de 2011, cresceu 6 vezes, em termos nominais. No agregado, só contra esses dois bancos federais, o passivo da petroleira subiu 5,2 vezes e superou R\$ 50 bilhões em setembro último.

44 Outra questão que naturalmente decorre das apontadas no texto é: como o BNDES pode continuar do mesmo tamanho que chegou ao início desta década sem os aportes extraordinários do Tesouro? Se interessar esse debate, ver cenários traçados por Lamenza; Pinheiro; Giambiagi (2012), que discutem as alternativas aquele banco estatal até o final desta década.

extraordinários e evitar a capitalização de bancos e empresas que mostraria uma deterioração dos indicadores fiscais convencionalmente utilizados no País.

Observações Finais

O crédito foi tão importante para a economia brasileira, tanto para entrar, quanto para sair da crise, que se pode dizer que o famoso *tripé* de política econômica (câmbio flutuante, metas de inflação e austeridade fiscal) virou um *quadrilho* (acrescido da expansão creditícia). Como no filme homônimo, tais pilares se misturam e interagem de forma intensa e permanente: um influencia o outro, mas, ao mesmo tempo, é pelos outros influenciados.

Se esse *quadrilho* (instrumentos) da política macroeconômica rendeu inegáveis e fáceis resultados no curto prazo, por meio da sustentação e depois da forte expansão do consumo, e logrou sucesso em transformar recessão em crescimento acelerado, deixou, no entanto, novas armadilhas sem resolver antigos desafios (como a baixa taxa de investimento, da economia e particularmente dos governos, e o elevado nível de endividamento público, no conceito internacional). Muito da retomada do crédito no país depois da crise foi liderada pelos bancos públicos, mas, para tanto, eles precisaram captar recursos excepcionalmente junto ao Tesouro Nacional, que, por sua vez, o fez à custa de expandir a dívida pública; e muito dessa expansão foi absorvida pelo mercado financeiro que preferiu concentrar suas aplicações no curtíssimo prazo (por intermédio das chamadas operações compromissadas). Com isso, a primeira armadilha é a tentação do governo para disparar novos empréstimos extraordinários a custo de maior endividamento sempre que se deparar com uma maior dificuldade para ofertar crédito ou mesmo para gerar receita e cumprir a meta fiscal. A pior das armadilhas talvez seja estreitar o espaço fiscal que resultaria da redução da taxa de juros porque cada vez mais a SELIC deixa de expressar o custo médio da dívida pública federal diante de crescentes e enormes estoques de ativos e passivos, com taxas de remuneração e prazos de vencimento tão díspares – como detalhado em Afonso (2011).⁴⁵

45 O descompasso entre as receitas com créditos extraordinários e os custos com o endividamento mobiliário veio se somar aos efeitos do custo de carregamento das reservas internacionais e da gestão da dívida pública que, depois de apontada trajetória decrescente da SELIC, passou a colocar cada vez mais títulos pré-fixados. Desta forma, a taxa média da SELIC diminuiu de 12,5 para 9,8 pontos entre 2008 e 2010 e o reflexo foi quase nulo sobre os gastos com juros nominais do setor público (de 5,5% para 5,3% do PIB). No último ano, a taxa implícita da dívida líquida total ficou em 14.9 pontos, quase 5 pontos acima da SELIC, refletindo o descasamento entre débitos que pagam 10.1 pontos contra créditos que rendem 4.3 pontos. Ver Afonso (2011, p.14).

Essa criativa engenharia fiscal, porém, deve perder fôlego diante da cobrança por transparência e, sobretudo, para continuar expandindo crédito à custa de endividamento. Em que pese o país continuar gerando elevado superávit primário depois da crise (mesmo descontadas as receitas atípicas), enquanto a maioria dos demais países sofreu acentuada deterioração fiscal, o fato é que continua valendo a mesma restrição que impediu maior ativismo fiscal em 2009: o nível da dívida pública brasileiro é alto, muito acima da média dos países emergentes (nos padrões internacionais, que contam a dívida bruta).

Não foi tão diferente o equacionamento realizado pelo Brasil e pelas economias avançadas, se forem ponderados os desafios estruturais que ambos terão pela frente. Apesar de o governo ter se endividado para emprestar aos seus bancos e se assim conseguiu estimular crédito e economia, o novo cenário exige reflexão ou mudança. O crédito total chegou à casa de 49% do PIB ao final de 2011, com um espetacular incremento de 8,6 pontos desde o final de 2008. Desse aumento, porém, apenas 3,4 pontos do produto foram mais empréstimos para pessoas jurídicas, incluído entre eles os concedidos pelo BNDES, que, por sua vez, se expandiu 3,3 pontos no mesmo período (por hipótese, suposto que esse banco estatal só financie empresas e outros bancos). A economia se recuperou, as vendas e o consumo cresceram fortemente, mas o chamado crédito livre dos bancos para pessoas jurídicas, que fechou 2008 em 15,73% do PIB, chegou ao final do ano passado em 15,75% do produto. Ou seja, mesmo sendo tal crédito constituído basicamente por operações de giro, exigindo taxa de juros muito acima da básica (Selic) e com *spread* altíssimo e crescente, o seu tamanho relativo ao da economia foi constante nos últimos três anos.⁴⁶ Toda a expansão do crédito para as empresas do país dependeu única e exclusivamente do BNDES. Sem ele, todo o incremento do crédito pós-crise beneficiou apenas os indivíduos e financiou basicamente o consumo, inclusive de duráveis.

Mesmo com um sistema bancário tão sólido e que só gostava de emprestar para giro, se o crédito não voltou para os negócios, o que dizer do financiamento ao investimento. A razão FBCF/PIB fechou 2011 em torno

46 Não é de se estranhar o aumento da oferta de crédito para indivíduos e não para empresas pois é compatível com um padrão de crescimento sustentado em cima de forte incremento do consumo familiar, com produção industrial estagnada, com total da produção doméstica também variando abaixo da demanda, de forma que parcela crescente do crescimento acaba vazando para o exterior, com incremento das importações.

de 19,5% do PIB, pouco acima do registrado em 2008. Essa razão no caso das administrações públicas não deve ter se alterado. Já o desembolsado pelo BNDES cresceu em 0,6 pontos do produto nos três anos mencionados e, computados também aportes próprios dos seus mutuários (inclusive a Petrobras), o investimento alavancado por aquele banco aumentou em 1,7 pontos. Logo, por dedução, o resto do setor privado, incluindo famílias e demais empresas (não apoiadas pelo BNDES), deve ter cortado investimentos em torno de 1,4 pontos do PIB entre 2008 e 2011 (diante da expansão da construção civil residencial, tal corte deve ter sido ainda maior se forem ponderadas apenas as empresas).

Enfim, o Brasil superou a crise mundial de 2008/2009 seguindo um roteiro muito próximo ao traçado por Keynes:⁴⁷ no auge da crise, o governo nacional se endividou, no melhor perfil de “devedor de última instância”, para estimular o crédito e reativa a economia sobretudo através dos bancos públicos, convertidos em “emprestadores de última instância”. O crescimento voltou mas esse cenário pouco se alterou. Quando empresas optam por privilegiar as aplicações financeiras de curto prazo em lugar de mobilizar recursos próprios para aumentar os investimentos fixos e mesmo a produção, e até os bancos ficam com medo de emprestar para outros bancos, restou emprestar cada vez mais para o governo. O que seria uma solução temporária e pontual, enquanto as convenções não fossem restabelecidas, persiste e até se aprofunda.

O crédito veio a se juntar no emaranhado que já marcava a moeda, o câmbio e as finanças públicas, interconectados em uma teia cada vez mais complexa (quando não confusa e um tanto quanto perigosa). Enquanto isso, a recente expansão fiscal-creditícia foi incapaz de elevar a taxa de investimento a um patamar mais relevante, nem o nacional, muito menos o governamental, e de impulsionar a demanda agregada: o ativismo creditício estatal teve por maior mérito impedir uma maior deterioração do capital fixo nacional. Pode ser considerado pouco para reverter um cenário de estagnação prolongada que ora ressurge no horizonte da economia brasileira.

47 Keynes não advogava que, em resposta à depressão, o incremento de gastos públicos fosse coberto com recursos próprios. Talvez isso possa passar despercebido a um leitor menos atento. Nesse contexto particular, ele pregava não apenas que o governo aumentasse o gasto, mas que isso fosse feito à custa de maior endividamento – como explicitou na nota em que analisava o incremento dos investimentos governamentais à custa de empréstimos – ver Keynes (1996, p.144). Este era necessário para equacionar a busca dos agentes econômicos por novas opções de aplicação de seus recursos que atendessem a preferência por liquidez exacerbada no ápice da crise.

The intricate relations between fiscal and credit policies in Brazil post-2008

Abstract: The Brazilian fiscal policy in response to the global crisis was shy in traditional stimuli, compared to the rest of the world, but innovated to grant massive loans to public banks financed by issuance of government bonds. This article looks at how peculiar began to interact fiscal and credit policies in the country, in which it pointed out, among other subjects, government with a high level of (gross) debt and a loan portfolio exceeding the nation's largest banks, companies increasingly more liquid and less indebted, and the rate of domestic investment that follows reduced.

Key words: financial crisis, banks, public debt, government loans, investment

JEL: G01; G21; H62; H81; E22.

Referencias Bibliográficas

AFONSO, José; MUSSI, Carlos. Brasil e Governo no Pós-Crise. Interesse Nacional, ano 2, n.7. São Paulo, Out-Dez 2009, pp.47-55

AKB. Dossiê da Crise. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, novembro 2008. 74p. Disponível em: <http://bit.ly/oAfd3> . Acesso em: 30 Set 2010.

_____. Dossiê da Crise II. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, agosto 2010. 95p. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9> . Acesso em: 30 Set 2010.

ALMEIDA, Júlio S. Gomes. Como o Brasil superou a crise. In: AKB, Dossiê da Crise II, pp.57-62. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, agosto 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9> . Acesso em: 30 Set 2010.

ALMEIDA, Júlio; AFONSO, José Roberto. “Se nova a crise, diferente será a resposta”. O Estado de S.Paulo. São Paulo: edição 21/1/2012. Disponível em: <http://bit.ly/wteAwQ> . Acesso em 25 Jan 2012.

ALMEIDA, Mansueto. Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI. Texto para Discussão nº 1452. Brasília: IPEA, Dezembro 2009. 70p. Disponível em: <http://bit.ly/9bpUKi> . Acesso em: 30 Set 2010.

_____. Faz sentido um novo empréstimo para o BNDES? Mimeo. Brasília: [s.n.], 16/02/2011. Disponível em: <http://bit.ly/gbHJaY> . Acesso em: 5 Mar 2011.

BELLUZO, Luiz G.; ALMEIDA, Júlio G. A fase 2 do crescimento. Carta Capital. São Paulo: 07/09/2010. Disponível em: <http://bit.ly/cJOAgF>. Acesso em: 30 Set 2010.

BIS. Triennial Central Bank Survey: foreign exchange and derivatives market activity in April 2010. Basel: Bank for International Settlements, September 2010. Disponível em: <http://bit.ly/clcb1B> . Acesso em: 30 Set 2010

BNDES. Custos e Benefícios Fiscais do PSI e Empréstimos do Tesouro ao BNDES. Apresentação. Brasília: BNDES, 19/08/2010. Disponível em: <http://bit.ly/eTt9og> . Acesso em: 30 Set 2010.

CARNEIRO, Ricardo. O Desenvolvimento Brasileiro Pós-Crise Financeira: Oportunidades e Riscos. Observatório da Economia Global n.4. Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, agosto 2010. Disponível em: <http://scr.bi/hSM2Pc>. Acesso em: 30 Set 2010

CARVALHO, Carlos E. A Crise Internacional Desafia o Modelo Brasileiro de Abertura e Liberalização. Estudos Avançados, vol.23, n.6, pp.111-123. São Paulo: IEA/USP, agosto 2009. Disponível em: <http://bit.ly/bZfrJm> . Acesso em: 30 Set 2010.

CARVALHO, Carlos E.; OLIVEIRA, Giuliano C.; TEPASSÊ, Angela. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional.

In: AKB, Dossiê da Crise II, pp.67-70. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, agosto 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9> . Acesso em: 30 Set 2010.

COUTINHO, Luciano. (A). A Crise financeira Internacional, os Impactos sobre a Economia Brasileira e o Papel do BNDES. Apresentação no Senado/CAE. Brasília: BNDES, 27/05/2009. Disponível em: <http://bit.ly/dG9Mt3> . Acesso em: 30 Set 2010.

_____. (B) O papel anticíclico dos investimentos públicos e as perspectivas econômicas. Apresentação em Seminário UNCTAD. Rio de Janeiro: BNDES, 14/07/2009. Disponível em: <http://bit.ly/gouI53> . Acesso em: 30 set 2010.

_____. Entrevista. Cadernos do Desenvolvimento, vol.6, nº9. Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado, jul-dez.2011. Disponível em: <http://bit.ly/w524fi> . Acesso em: 15 Jan 2011.

ECONOMIST, The. A Special Report on Banking in Emerging Markets. The Economist: 13 May. 2010. Disponível em: <http://bit.ly/agBJI8> . Acesso em: 30 Set 2010.

GRUPO DE CONJUNTURA FUNDAP. O Pós-Crise é Melhor que o Pré-Crise. Nota Técnica. São Paulo: FUNDAP, Dezembro 2010. 5p. Disponível em: <http://bit.ly/gGeOXb> . Acesso em: 1º Dez 2010.

GIAMBIAGI, Fabio; RIECHE, Fernando; AMORIM, Manoel. As Finanças do BNDES: Evolução Recente e Tendências. Revista do BNDES n.31, vol.16. Rio: BNDES, Junho 2009, pp.3-40. Disponível em: <http://bit.ly/hEMkyy> . Acesso em: 30 Set 2010.

GUPTA, Poonam; KOCHHAR, Kalpana; PANTH, Sanjaya. Bank Ownership and the Effects of Financial Liberalization: Evidence from India. IMF Working Paper WP/11/50. Washington: IMF, March 2011. 44p. Disponível em: <http://bit.ly/eBDTBR> . Acesso em: 5 Mar 2011.

JARA, Alejandro; MORENO, Ramon; TOVAR, Camilo. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. BIS Quarterly Review. Basel: BIS, June 2009, pp. 53-68. Disponível em: <http://bit.ly/9nvLDV> . Acesso em: 30 Set 2010.

JAYME Jr., Frederico; CROCCO, Marco (org.). Bancos Públicos e Desenvolvimento. Brasília: IPEA, 2010. 363p. Disponível em: <http://bit.ly/fTwocF> . Acesso em: 1º Dez 2010.

LAMENZA, Guilherme; PINHEIRO, Felipe; e GIAMBIAGI, Fabio. A capacidade de desembolso do BNDES durante a década de 2010. Revista do BNDES nº 36. Rio de Janeiro: BNDES, Dezembro 2011, pp. 43-88. Disponível em: <http://bit.ly/vlYbKw> . Acesso em: 15 Jan 2012.

LAZZARINI, Sergio; MUSACCHIO, Aldo. Leviathan as a Minority Shareholder: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. Working Paper 11-073. Boston: Harvard Business School, December 2010. 29p. Disponível em: <http://bit.ly/e7rsh8> . Acesso em: 5 Mar 2011.

MANTEGA, Guido. (A) A Crise Internacional e os Desafios para o Brasil. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Outubro 2008. Disponível em: <http://bit.ly/i4ji6h> . Acesso em: 30 Set 2010.

_____. (F) Estratégia de crescimento do Brasil: desafios do novo governo. Apresentação. Brasília: Ministério da Fazenda, Agosto 2010. Disponível em: <http://bit.ly/b3hwnS> . Acesso em: 30 Set 2010.

MARCOLINO, Luiz C.; CARNEIRO, Ricardo (orgs.). Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher e Editora Atitude, 2010.

MELLO, Luiz de. Brazil's Achievements and Challenges. CESifo Forum, vol.11, nº1, pp.3-10. Munich: Institute for Economic Research, Spring 2011. Disponível em: <http://bit.ly/ey9Mry> . Acesso em: 5 Mar 2011.

MENDES, Marcos. Desembrulhando o Ajuste Fiscal. Texto para Discussão 86. Brasília: Senado Federal / Centro de Estudos da Consultoria, Fevereiro 2011. 25p. Disponível em: <http://bit.ly/hfbNpr> . Acesso em: 05 Mar 2011.

MESQUITA, Mário; TORÓS, Mario. (A) Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008. Trabalhos para Discussão nº 202. Brasília: Banco Central do Brasil, Março 2010. 39p. Disponível em: <http://bit.ly/beiAV6> . Acesso em: 30 Aug 2010.

MOREIRA, Tito; SOARES, Fernando. A Crise Financeira Internacional e as Políticas Anticíclicas no Brasil. XV Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: STN, Outubro de 2010. Disponível em: <http://bit.ly/hwbwdd> . Acesso em: 1º Dez 2010.

OECD. Brazil. OECD Economic Surveys volume 2009/14. Paris: OECD, July 2009. 130p. Disponível (parcialmente) em: <http://bit.ly/i0eUJN> . Acesso em: 30 Out 2010.

OREIRO, José L.; BASILIO, Flavio. "Exchange rate derivatives, Financial Fragility and Monetary Policy in Brazil during the world financial crisis". In: ARESTIS, P.; SOFREIRA, R.; OREIRO, J.L. An Assesment of the Global Impact of Financial Crisis. London: Palgrave Mamillan, 2011.

OREIRO, José L.; PAULA, Luiz F.; BASILIO, Flavio. A Estrutura do Setor Bancário Brasileiro e o Ciclo Recente de Expansão do Crédito: o Papel dos Bancos Públicos. 38º Encontro Nacional de Economia. Salvador: ANPEC. Dezembro 2010. Brasília, 90p. Disponível em: <http://bit.ly/dWULou> . Acesso em: 5 Mar 2011.

PASTORE, A.C. Política Fiscal: Uma Visão Crítica. Informe Especial. São Paulo: A.C.Pastore Associados, 04/10/2010.

PAULA, Luiz F.; FARIA, João A. Eficiência dos Bancos Públicos no Brasil: Uma avaliação empírica. Relatório de pesquisa IPEAD/UFMG-BNB. Trabalho não publicado. Rio de Janeiro, 18/11/2009. Disponíveis em: <http://bit.ly/foDn4M>. Acesso em: 30 Set 2010.

PEREIRA, Thiago R.; SIMÕES, Adriano N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$ 100 bilhões concedido pela União em 2009. Revista do BNDES nº 33. Rio de Janeiro: BNDES, Junho 2010, pp.5-54. Disponíveis em: <http://bit.ly/g23ubW> . Acesso em: 30 Set 2010.

PEREIRA, Thiago; SIMÕES, Adriano; e CARVALHAL, André. Mensurando o Resultado Fiscal das Operações de Empréstimo do Tesouro ao BNDES: Custo ou Ganho Líquido Esperado para a União? Texto para Discussão nº 1665. Brasília, Dezembro 2011, 43 p. Disponível em: <http://bit.ly/tNhNrJ> . Acesso em 15 Jan 2012.

SAFATLE, Claudia. Governo reforça caixa do BNDES. Valor Econômico. São Paulo: edição 20/11/2008. Disponível em: <http://bit.ly/gOYJbp> . Acesso em: 30 Set 2010.

SANT'ANNA, André; BORÇA Jr., Gilberto R.; e ARAÚJO, Pedro Q. Bancos públicos sustentam crédito bancário no Brasil. Visão do Desenvolvimento n.63. Rio de Janeiro: BNDES, 02/04/2009. Disponíveis em: <http://bit.ly/hzCQan> . Acesso em: 30 Set 2010

SCHWARTSMAN, Alexandre. The Naked Truth. Economics Note. São Paulo: Santander, 22/11/2010. Disponível em: <http://bit.ly/dEVHkj> . Acesso em: 25 Nov 2010.

SENADO FEDERAL. Crédito e Spread – Custo da Intermediação Bancária. Brasília: Senado Federal, 2010. 166p. Disponível em: <http://bit.ly/h1hwgF> . Acesso em: 1º Dez 2010.

SOBREIRA, Rogério; PAULA, Luiz F. The 2008 Financial Crisis and Banking Behavior in Brazil: The Role of the Prudential Regulation. Journal of Innovation Economics, vol.6, nº2, pp.77-93. De Boeck Université, 2010. Disponível em: <http://bit.ly/gtZ7dC> . Acesso em: 5 Mar 2011.

STN. Resultado do Tesouro Nacional. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, diversas edições mensais. Disponível (todo mês) em: <http://bit.ly/i7MNOE> . Acesso em: 30 Set 2010.

UNCTAD. Trade and Development Report 2008. Geneva: UNCTAD, 2008. Disponível em: <http://bit.ly/dHt5FI> . Acesso em: 30 Set 2010.

_____. World Economic Situation and Prospects 2012. Geneva: UNCTAD, 2012. Disponível em: <http://bit.ly/xfDVoc> . Acesso em: 25 Jan 2012.

VERVLOET, Werther; GARCIA, Marcio. Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras. Texto para Discussão nº 564. Rio de Janeiro: PUC Rio / Departamento de Economia, Dezembro de 2009. Disponível em: <http://bit.ly/a7xMA7> . Acesso em: 30 Set 2010.

WEO/IMF. Recovery, Risk, and Rebalancing. World Economic Outlook: October 2010. Washington: IMF, October 2010. Disponível em: <http://bit.ly/bwJz8q> . Acesso em: 07 Out 2010.

*Recebido para publicação em fevereiro de 2012
Aprovado para publicação em setembro de 2012*

V.13 N.1 JUNHO 2011

Dossiê: Olhares sobre as Favelas

- 7 Ten ways to see a favela: Notes on the political economy of the new city
Gary A. Dymski
- 37 Favela como montagem: compreendendo a dinâmica e heterogeneidade
Emmanuel de Oliveira Boff
- 47 Favelas: as formas de ver definem as formas de intervir
Jailson de Souza e Silva
- 58 Favelas e políticas públicas: comentários a uma análise comparada
Brasil/Estados Unidos
Fernando Cavallieri

Artigos

- 73 Políticas Pork Barrel: Um estudo sobre o caso português do PIDDAC
Paulo Reis Mourao e Eurico José A. Cunha
- 94 A dívida pública como componente estrutural do sistema de crédito
José Raimundo Trindade
- 126 Autorreferencia, Contágio e Flutuações Econômicas
Luiz Antonio de Oliveira Lima

V.12 N.2 DEZEMBRO 2010

Dossiê: Uma análise das transformações recentes no setor de transportes

- 9 Introdução
Pablo Martín e Aurora Ruiz Rua
- 15 Liberalização, efectos en los servicios ferroviarios: El caso del servicio de alta velocidad Madrid-Barcelona
Aurora Ruiz Rua
- 43 Cielos abiertos Unión Europea – Estados Unidos: Una nueva era en la aviación mundial
Pablo Martín y Vicente Martín
- 71 La Movilidad Urbana em las ciudades españolas de nuestro tiempo
Laura Crespo García y Alberto García Cortés
- 95 Planificación integrada frente al insostenible modelo de movilidad al Trabajo en la Comunidad de Madrid
Juan Ignacio Sanchez Gutiérrez

Artigos

- 127 O desenvolvimento socioeconômico no Nordeste e Sudeste de acordo com o tamanho das cidades - 1991 e 2000
Cristiane Soares e Joaínilo Rodolpho Teixeira
- 157 Política comercial brasileira: possíveis impactos de uma redução nas tarifas de importação dos setores automotivo e têxtil
Catarina Carvalho Vianna e João Policarpo R. Lima
- 187 Determinantes macroeconômicas do número de viajantes estrangeiros ao Brasil e da receita por viajante
Roberto Meurer

V.12 N.1 JUNHO 2010

Dossiê: A perspectiva feminista e os trabalhos sobre “Usos do Tempo”

- 7 Introdução
Hildete Pereira de Melo
- 11 Pesquisas de uso do tempo no Brasil: contribuições para a formulação de políticas de conciliação entre trabalho, família e vida pessoal.
Natália Fontoura
Luana Pinheiro
Marcelo Galiza
Márcia Vasconcelos
- 47 Importância e motivações do Estado Brasileiro para pesquisas de uso do tempo no campo de gênero.
Lourdes Bandeira
- 64 Metodologias para o levantamento do uso do tempo na vida cotidiana no Brasil
Neuma Aguiar
- Artigos
- 85 O papel do instituto da patente no desempenho da indústria farmacêutica
Samuel de Abreu Pessoa
Cláudio Monteiro Considera
Mário Ramos Ribeiro
- 125 Perspectivas para a indústria eletrônica brasileira: O caso da produção de bens de instrumentação e controle de processos para a cadeia do petróleo e gás natural.
Victor Prochnik
- 155 O Aeroporto Internacional de Viracopos como fator de desenvolvimento para a região de Campinas e competitividade internacional para empresas.
Josmar Cappa

V.11 N.2 DEZEMBRO 2009

Dossiê: Crise financeira internacional:
erros e acertos dos economistas

- 9 Introdução
Lucilene Morandi
- 15 Como os economistas puderam errar tanto?
Paul Krugman
- 36 Como Paul Krugman pôde errar tanto?
John H. Cochrane
- 51 Krugman e o *mea culpa* importante, mas insuficiente
Maria de Lourdes Rollemberg Mollo
- 61 Por que os economistas erram, e continuam errando?
Márcio Holland

Artigos

- 79 Mercado de Trabalho e Previdência Social - um olhar feminista
Hildete Pereira de Melo
André Barbosa Oliveira
- 111 Política para o setor elétrico da União Européia:
rumos contrários ao processo de integração econômica
André Luís da Silva Leite
Nivalde José de Castro
- 133 Limites ao desenvolvimento do Estado do Rio de Janeiro: Aspectos
Estruturais de seu Processo de Industrialização no período recente
Bruno Leonardo Barth Sobral
- 155 A interpretação schumpeteriana da revolução marginalista
Cristiane Soares

Instruções editoriais para os autores

- A Revista Econômica publica artigos, pequenos artigos, artigos-resenha e resenhas de livros, em português, inglês e espanhol.
- Os artigos não devem exceder 22 páginas, com vinte e quatro linhas de setenta toques cada página, incluindo referências, tabelas, gráficos, notas de final de texto e anexos.
- O artigo-resenha é um levantamento bibliográfico de determinado assunto. Os pequenos artigos são muito breves, pontuais, não excedendo dez páginas. Os editores, interessados em trabalhos curtos, estimulam o envio deste tipo de trabalho, dando-lhe prioridade em relação aos artigos. Os pequenos artigos são análises de artigos publicados na Revista e breves análises sobre qualquer assunto.
- As resenhas de livros são limitadas a um máximo de três páginas de trinta linhas de setenta toques.
- Os trabalhos submetidos à Revista devem ser originais e não podem ser submetidos a outras revistas simultaneamente.
- Os artigos e demais contribuições devem ser remetidos de forma on line no site da Revista Econômica: <http://www.revistaeconomica.uff.br/index>
- Formatação: fonte Times New Roman, corpo 12, espaço duplo (inclusive as notas de final de texto e as referências bibliográficas), margens de 2,5 cm. O artigo já deverá conter um abstract (máximo de cem palavras) e o título em inglês, além do resumo em português (máximo de cem palavras). Nos resumos devem ser indicadas as palavras-chave e key words (no mínimo três e no máximo cinco), além do código JEL.
- Tabelas e ilustrações (gráficos, quadros e outras) devem ser remetidas apenas em preto (sem cores e sem tons de cinza); tabelas devem ser remetidas em formato Excel ou Word, e não como imagem “colada”.
- Tabelas devem seguir as Normas de Apresentação Tabular, do IBGE (1993). Ilustrações (gráficos, quadros e outras) devem obedecer ao que dispõe o item 5.6 da norma da ABNT NBR 10719:2009.
- As equações matemáticas devem ser alinhadas à esquerda e numeradas sequencialmente à direita.

- Os trabalhos devem conter citações e referências bibliográficas completas e precisas, conforme as normas da ABNT NBR 10520:2002 (Citações) e NBR 6023:2002 (Referências). Nas citações, sugere-se que seja adotado o sistema autor-data (item 6.3 da NBR 10520:2002).
- Todos os trabalhos submetidos à Revista serão julgados pelos editores a partir dos pareceres fornecidos.
- Os originais apresentados serão considerados definitivos e, caso sejam aprovados para publicação, as provas só serão submetidas ao autor quando solicitadas previamente.
- A simples remessa de originais à Revista implica autorização do autor para a publicação dos mesmos. Não serão pagos direitos autorais.
- A Revista Econômica compromete-se a dar sempre uma resposta por carta aos autores. Em caso de aprovação, poderão ser sugeridas modificações. Em caso de recusa, enviaremos ao autor os pareceres contrários. Os originais não serão devolvidos.
- Endereço para Correspondência: Editorial da Revista Econômica: Rua Tiradentes, 17 – Ingá – Niterói – Rio de Janeiro – CEP: 24210- 510 e-mail: revistaeconomica@economia.uff.br – Tel: (21) 2629-9735.



Universidade Federal Fluminense

Reitor

Roberto de Souza Salles

Vice-Reitor

Sidney Luiz de Matos Mello

Pró-Reitoria de Pesquisa, Pós-Graduação e Inovação

Antonio Claudio Lucas da Nobrega

Direção da Faculdade de Economia

Alberto di Sabbato

Jorge Britto

Coordenação da Pós-Graduação em Economia

Ana Urraca Ruiz

REVISTA ECONÔMICA

Comité Editorial

Alberto Di Sabbato

Ana Urraca Ruiz

Carmem Feijó

Danielle Carusi Machado

Fabio Domingues Waltenberg

Marcelo Dias Carcanholo

Editores Associados

Gary Dymski

Lionello Punzo

Editora Responsável

Danielle Carusi Machado



Conselho Brasileiro
de Manejo Florestal
FSC Brasil



PRIMEIRA EDITORA NEUTRA EM CARBONO DO BRASIL

Título conferido pela OSCIP PRIMA (www.prima.org.br)
após a implementação de um Programa Socioambiental
com vistas à ecoeficiência e ao plantio de árvores referentes
à neutralização das emissões dos GEE's – Gases do Efeito Estufa.



www.editora.uff.br

Este livro foi composto na fonte Times New Roman, corpo 11.
Impresso na GRAFICA EDITORA STAMPPA LTDA, Tel.:(21) 2209 1850
em Papel Pólen Soft 80 gramas (miolo) e Cartão Duplex 300 gramas (capa).
Produzido em harmonia com o meio ambiente.
Esta edição foi impressa em outubro de 2012.