

Universidade Federal do Rio de Janeiro
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas
Instituto de Economia

Mônica Mora y Araujo de Couto e Silva Pessoa

Políticas Macroeconômicas no Governo Lula:

Ambivalência e Insubordinação

Rio de Janeiro

2012

Mônica Mora y Araujo de Couto e Silva Pessoa

Políticas Macroeconômicas no Governo Lula:

Ambivalência e Insubordinação

Tese de Doutorado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de doutor em Economia.

Orientadora
Jennifer Hermann

Rio de Janeiro
2012

Mônica Mora y Araujo de Couto e Silva Pessoa

**Políticas Macroeconômicas no Governo Lula:
Ambivalência e Insubordinação**

Banca Examinadora

Jennifer Hermann – IE/UFRJ – orientadora

Denise Lobato Gentil - IE/UFRJ

André de Melo Modenesi - IE/UFRJ

Luiz Fernando Rodrigues de Paula - FCE/UERJ

Victor Leonardo Figueiredo Carvalho de Araujo – FE/UFF

Maria Isabel Busato – Instituto Três Rios / UFRRJ

Aos meus pais, sempre e por tudo

Ao Francisco e ao José, meus filhos, sempre e tanto

Ao Alexandre, pela vida compartilhada

Agradecimentos

Esta tese não é um objeto solto e livre no espaço. Ela é, antes de tudo, resultado de uma trajetória, iniciada ainda na graduação. Desde o início, algumas questões eram centrais para mim: queria compreender como seria possível romper com uma trajetória considerada inexorável para alguns. Nesse percurso, tive o privilégio de ter grandes orientadores, como foi o caso do Reinaldo Gonçalves (ainda na graduação) e da Sulamis Dain (no mestrado). Ambos foram essenciais.

Em termos profissionais, o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada desempenhou um papel ímpar na minha história. O convívio com profissionais de excelência tornou a minha história na instituição um aprendizado constante. Comecei o meu trabalho no IPEA, ainda como assistente de pesquisa. No início da década de 90, sob a coordenação da professora Lena Lavinias. Posteriormente, fui para Brasília, como pesquisadora, desenvolver um projeto na presidência do IPEA, sob a tutela de Tomás de Paula. Neste período, colegas e, especialmente, grandes amigos, Manoel Augusto Magina (o Manu) e o Pedro Crossetti, foram fundamentais e são inesquecíveis. Além deles, os amigos de Brasília, que não foram poucos, e o povo do Boletim estarão sempre comigo. Pessoas como a Ana Claudia Além, a Ale, a Lu, a Luseni, a Betsi, a Anna, a Rute, o Sergei e outros tantos e tão queridos.

Tive, já como economista do IPEA, chefes do porte de Ricardo Varsano, Eustáquio Reis, Paulo Levy, Fabio Giambiagi, Renato Villela e, agora, Roberto Messemberg. O convívio com profissionais deste calibre foi absolutamente enriquecedor. Os meus colegas da coordenação de finanças públicas (o Napoleão e a Ana Luiza), os do Boletim (o Marcelo Nonnemberg, o Leo, a Maria Andreia, o José Ronaldo, o Estevão, Fernando) e profissionais como o Rito foram sempre presença constante, com debates e discussões interessantes. Ao Alexis, agradeço a disponibilidade. À Ana Luiza cabe um parênteses. Colega e amiga, me acompanhou generosamente, me acolhendo em sua sala quando eu era ainda uma “imigrante ilegal”.

Gostaria de agradecer ao IPEA o apoio institucional para fazer o doutorado. Sem ele, não teria sido possível. E o IPEA é composto de gente. Pessoas como a Ymara, a Soninha, a Yolanda, as meninas da biblioteca, pessoas que me apoiaram todo o tempo. Gostaria de registrar a minha gratidão.

Os professores do doutorado foram fundamentais para a minha formação. Cardim, Viviane, Fábio, Franklin, e tantos outros. Cada matéria foi um desafio e sempre busquei superá-lo da melhor forma possível. Os membros da banca do projeto (o Modenesi e o Licha) foram muito importantes. Suas críticas me levaram a uma profunda reflexão e à tese. A Ana Beth e o Rolnei foram ótimos todo o tempo, ordenando o caos e criando as condições para que o processo se desse de modo menos traumático. Gostaria de agradecê-los.

Gostaria de agradecer, em especial, à Jennifer. No processo de tese, a Jennifer desempenhou um papel essencial. Quando olho para trás, me pergunto como ela teve coragem de confiar em mim. A sua confiança e a certeza de que havia uma tese em andamento foram fundamentais. Evidentemente, o processo de tese é íntimo e pessoal, mas o apoio da Jennifer e sua disponibilidade foram decisivos.

A minha família é um capítulo a parte. Aos 43 anos, tenho a certeza e o orgulho de dizer que sem eles nada teria sido possível. Meu pai, com seu apoio incondicional, em todos os momentos, em todas as horas; minha mãe, com seu afeto, sua sabedoria e sua sagacidade; meu marido, uma presença constante; os meus irmãos, com laços renovados e a Monique, pela disponibilidade. Todos fizeram o que puderam e me ajudaram muito neste processo tão pessoal.

Quanto aos meus filhos, eles não têm dimensão do que é uma tese e só a compreendem pelo fato de a tese “roubar” a mãe deles. A tese é deles e por eles. Eles são a luz da minha existência, aonde me acolho. Eles me fizeram uma pessoa melhor e uma profissional mais plena. Ao contrário do que eu esperava, eles me tornaram mais criativa e mais corajosa. A eles devo tudo.

Por fim, ao longo da vida, pessoas como a Rute, a Yansi e a Helena me acompanharam e me ajudaram, permitindo superar os meus limites e alcançar o que eu considerava inalcançável. O doutorado foi pensando e decidido como resultado da necessidade de ampliar os meus limites e percorrer caminhos inimagináveis, dando vazão à minha inquietação e à minha curiosidade. Agora eu sei para onde quero ir. Terminada a tese, e efetivamente foi um esforço imenso desenvolvê-la, creio que está delineada uma agenda de pesquisa. Fruto de um processo de amadurecimento pessoal e profissional, foi gratificante tê-la desenvolvido.

Resumo

Esta tese pretende avançar na compreensão de como se deu a coordenação das políticas monetária, creditícia e fiscal no governo Lula e de como esta contribuiu para viabilizar o crescimento orientado pela demanda agregada. Defende-se que houve uma opção explícita pela adoção do Regime de Metas de Inflação no governo Lula e esta escolha foi reafirmada ao longo dos dois mandatos de Lula. Entretanto, a condução macroeconômica no governo Lula foi ambivalente, com a subversão dos princípios do RMI na condução das políticas fiscal e creditícia. Argumenta-se, além disso, que o arranjo macroeconômico ostentado no governo Lula, inegavelmente facilitado por uma conjuntura externa favorável à economia brasileira, contribuiu expressivamente para os resultados profícuos observados. Calcada na visão keynesiana de demanda agregada como força motriz do crescimento, considera-se que o crescimento da economia e a ampliação da renda, notadamente observada nas camadas de menor poder aquisitivo e com elevada propensão a consumir, se retroalimentaram e criaram as condições para estabelecer o que se denomina de ciclo virtuoso.

Sumário

| | | |
|----------|--|-----|
| I. | Introdução..... | 12 |
| I. | O Papel Desempenhado pela Coordenação das Políticas Monetária e Fiscal no Novo Consenso e no Enfoque Keynesiano..... | 19 |
| 1.1. | Introdução..... | 19 |
| 1.2. | O Modelo do Novo Consenso..... | 24 |
| 1.2.1. | Os antecedentes: a teoria macroeconômica novo clássica..... | 24 |
| 1.2.2. | As bases do Novo Consenso..... | 27 |
| 1.2.3. | Política Macroeconômica no Novo Consenso: o regime de metas de inflação | 29 |
| 1.3. | Escola Pós-Keynesiana..... | 41 |
| 1.3.1.3. | A política macroeconômica na teoria keynesiana..... | 49 |
| 4. | Considerações finais..... | 60 |
| II. | Política Monetária e Regime de Metas de Inflação..... | 62 |
| 2.1. | Mecanismos de Transmissão da Política Monetária..... | 63 |
| 2.2. | Regime de Metas de Inflação no Brasil: caracterização..... | 68 |
| 2.2.1. | A Adoção do Regime de Metas de Inflação..... | 68 |
| 2.2.2. | Regime de Metas de Inflação no Brasil: arcabouço institucional da política monetária..... | 73 |
| 2.3. | Regime de Metas de Inflação no Governo Lula..... | 81 |
| 2.3.1. | Política Monetária no Governo Lula..... | 83 |
| 2.3.2. | Regime de Metas de Inflação e a Crise do Subprime..... | 93 |
| 3. | Política Fiscal..... | 99 |
| 3.1. | Lei de Responsabilidade Fiscal: a contraparte fiscal do Regime de Metas de Inflação..... | 104 |
| 3.2. | Necessidades de Financiamento do Setor Público e Dívida Pública..... | 109 |
| 3.2.1. | Superávit Primário no Conceito “abaixo da linha”..... | 110 |

| | |
|---|-----|
| 3.2.2. Evolução do Déficit Nominal e da Dívida Pública | 124 |
| 3.3. Reestruturação do Gasto no Governo Lula e Suas Implicações | |
| Macroeconômicas | 135 |
| 3.3.1. Programa Plurianual 2004-2007 | 136 |
| 3.3.2. Superávit Primário “Acima da Linha”: a composição do superávit primário | 138 |
| 3.3.3. A Reestruturação do Gasto no Governo Lula..... | 152 |
| 3.3.4. Efeitos Econômicos do Gasto Público: a falácia da composição | 159 |
| 3.4. Considerações Finais..... | 163 |
| 4. Crédito ao Longo do Governo Lula | 166 |
| 4.1. A Evolução do Crédito | 169 |
| 4.2. Crédito à Pessoa Física..... | 178 |
| 4.3. Crédito à Pessoa Jurídica | 199 |
| 4.4. Política Monetária e a Evolução do Crédito | 219 |
| 4.5. Crise do Subprime e o Crédito | 227 |
| 4.6. Considerações Finais..... | 246 |
| 5. Crescimento no Governo Lula: uma interpretação pós-keynesiana | 251 |
| 5.1. Crescimento no governo Lula..... | 256 |
| 5.2. A conjuntura externa e o câmbio..... | 259 |
| 5.2.1 Conjuntura Externa | 259 |
| 5.2.2. Câmbio..... | 266 |
| 5.3. O crescimento orientado pela demanda | 271 |
| 5.3.1. Distribuição de renda | 275 |
| 5.4. À Guisa de Conclusão: o ciclo virtuoso..... | 281 |
| VII. Conclusão..... | 284 |
| Bibliografia | 296 |

I. Introdução

A primeira década do século XXI, no Brasil, foi marcada por uma transformação de grande vulto. Sob o ponto de vista da economia, combinou-se crescimento econômico com uma melhora na distribuição de renda, que significou a incorporação de milhões de brasileiros ao mercado consumidor. Este processo, endogenamente retroalimentado, aparentemente não pode ser atribuído estritamente às forças de mercado e deveu-se também às implicações da intervenção do governo na economia, articulada em um conjunto de políticas macroeconômicas.

Esta tese pretende avançar na compreensão de como se deu a coordenação das políticas monetária, creditícia e fiscal no governo Lula e de como esta contribuiu para viabilizar o crescimento orientado pela demanda agregada.

Defende-se, nesta tese, que houve uma opção explícita pela adoção do Regime de Metas de Inflação no governo Lula e esta escolha foi reafirmada ao longo dos dois mandatos de Lula. Entretanto, a condução macroeconômica no governo Lula foi ambivalente, com a subversão dos princípios do RMI na condução das políticas fiscal e creditícia.

Argumenta-se, além disso, que o arranjo macroeconômico ostentado no governo Lula, inegavelmente facilitado por uma conjuntura externa favorável à economia brasileira, contribuiu expressivamente para os resultados profícuos

observados. Calcada na visão keynesiana de demanda agregada como força motriz do crescimento, considera-se que o crescimento da economia e a ampliação da renda, notadamente observada nas camadas de menor poder aquisitivo e com elevada propensão a consumir, se retroalimentaram e criaram as condições para estabelecer o que se denomina de ciclo virtuoso.

Inicialmente, é importante identificar a linha mestra da política macroeconômica adotada entre 2003 e 2010. O governo Lula caracterizou-se pela adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI), em consonância com a orientação adotada no governo Fernando Henrique Cardoso.

O RMI calca-se na hipótese de existência de um produto potencial. O crescimento da economia a um ritmo superior ao suposto pelas estimativas de produto potencial simbolizaria pressões da demanda, que se consubstanciarão em impulso inflacionário. Este impulso deve ser neutralizado por intermédio da taxa de juros referencial, considerada, no modelo, uma variável instrumental. Portanto, na ausência de choques exógenos, a estabilidade de preços simbolizaria a manutenção do produto na trajetória do produto potencial. No caso específico do modelo Clarida, que fundamenta teoricamente o RMI no Brasil, choques exógenos também devem ser combatidos com a contração da demanda agregada, com a finalidade de resguardar a estabilidade de preços. Subscreve-se, neste modelo, uma política fiscal neutra de modo a evitar pressões sobre o crescimento do produto que

possam afastá-lo da trajetória do produto potencial e, deste modo, se traduzam em impulso inflacionário. A força motriz, neste modelo, reside nos fatores associados à oferta: estes podem elevar o produto potencial e efetivamente alterar a trajetória de crescimento da economia. Pressões da demanda podem levar a um descolamento temporário do produto com relação à trajetória do produto potencial, mas não afetam o crescimento de modo consistente: seus efeitos tendem a se dissipar no longo prazo e restarão somente alterações em termos nominais. Em termos estilizados, o RMI converte a discussão sobre coordenação macroeconômica à perseguição de uma meta de inflação, que supostamente seria compatível com a trajetória estimada de produto potencial.

O comprometimento com o RMI pelo Governo Lula é vislumbrado no primeiro ano do novo governo: a elevação da estimativa de inflação para 2003, impulsionada por fatores endógenos, associados à depreciação do real, e resultado da deterioração do ambiente macroeconômico observada em 2002, levou a uma elevação da meta de inflação, justificada em carta do Presidente do Banco Central do Brasil ao Presidente da República; a uma majoração expressiva da taxa de juros, que chegou a alcançar 26,5 pontos percentuais ao ano, ou seja, juros reais de aproximadamente 16 pontos percentuais ao ano; e um aumento da meta de superávit primário de 3,8 pontos percentuais do PIB para 4,25 percentuais do PIB. Ainda que estas sejam questões circunstanciais, elas demonstram que as premissas do RMI estavam preservadas e eram

reafirmadas pela condução da política macroeconômica. Ou seja, o principal objetivo da coordenação macroeconômica era perseguir a estabilidade monetária, a política monetária consistia no principal instrumento de política macroeconômica e a política fiscal se subordinava à política monetária.

O Regime de Metas de Inflação não prevê crescimento induzido pela demanda agregada para além do produto potencial: impulsos da demanda agregada devem ser neutralizados e não estimulados. Argumenta-se, entretanto, que a execução das políticas fiscal e creditícia, no governo Lula, contribuiu para o crescimento, através de estímulos à demanda agregada. Resta compreender como estas políticas, identificadas com um viés keynesiano, foram concebidas em um arranjo macroeconômico estruturado sob a égide de um modelo de RMI. Esta discussão será realizada em cinco capítulos, além desta introdução e de um capítulo conclusivo.

A retomada da trajetória do crescimento econômico no governo Lula deu-se em um ambiente caracterizado por uma disputa velada entre economistas que consideram a demanda como indutora do crescimento e os defensores do Regime de Metas de Inflação e pode ser compreendido como a reprodução do embate, no campo teórico, entre representantes do enfoque keynesiano, herdeiro da tradição iniciada pela Teoria Geral do Emprego, do Juro e da

Moeda (1936), e do Novo Consenso¹. A concepção das políticas monetária e fiscal nestas correntes do pensamento, assim como suas implicações sobre o crescimento, será tema do capítulo 1 desta tese.

No plano concreto, a discussão sobre a coordenação macroeconômica ao longo do governo Lula será desenvolvida com a apresentação das políticas monetária, fiscal e creditícia. Estas políticas permitem vislumbrar como de deus o crescimento econômico impulsionado pela demanda em um regime de metas de inflação.

O capítulo 2 inicia-se com uma descrição dos principais mecanismos de transmissão da política monetária, considerados na condução da política monetária sob a égide do RMI. Em seguida aborda-se a adesão do governo Lula ao Regime de Metas de Inflação, assim como o arcabouço institucional do modelo brasileiro. Por fim, a ênfase na estabilidade de preços está explicitada na condução da política monetária pelo Banco Central. Em suma, este capítulo tem por objetivo analisar, em linhas gerais, a política monetária, entre 2003 e 2010.

A política fiscal será abordada no capítulo 3. As metas fiscais, instituídas pela Lei de Responsabilidade Fiscal e estipuladas, a cada ano, na Lei de Diretrizes Orçamentárias, assim como o resultado fiscal obtido pelo setor público

¹ corrente novo-keynesiana responsável pela construção do Regime de Metas de Inflação. Será definida no capítulo 1.

consolidado são analisados. A segunda parte do capítulo trata a política fiscal efetivamente executada pelo governo federal, ou seja, aborda-se o resultado fiscal “acima da linha”. Inicialmente, apresentam-se as diretrizes do Plano Plurianual de 2004-2007, elaborado exatamente para parametrizar a política fiscal. Posteriormente, examinam-se a natureza destas políticas e suas consequências sobre o crescimento econômico no Brasil.

Questões associadas à política creditícia serão tema do capítulo 4. Caracteriza-se, inicialmente, o crescimento do crédito: como ele se distribui entre pessoas físicas e jurídicas, entre recursos livres e direcionados, e entre o sistema financeiro público e privado. Posteriormente, busca-se compreender os motivos que levaram à expansão do crédito até 2008, bem como implicações do crescimento do crédito sobre a política monetária. Por fim, aborda-se o crédito como um meio para articular a resposta do governo brasileiro ao agravamento da crise do subprime em 2008.

O crescimento no governo Lula, segundo uma visão pós-keynesiana, é tratado no capítulo 5. Apresenta-se, em linhas gerais, a conjuntura externa favorável à economia brasileira entre 2003 e 2010. Em seguida, expõem-se as alterações na estratificação das classes de renda, no Brasil, entre 2003 e 2010, e busca-se compreender como as políticas do governo contribuíram para este processo. Por fim, tendo como referencial a perspectiva keynesiana, analisam-se as

implicações do aumento do poder aquisitivo, em classes sociais com uma elevada propensão a consumir, sobre o crescimento.

Na conclusão, aborda-se como se deu a articulação entre as políticas monetária, creditícia e fiscal no governo Lula. Em seguida, discute-se se estas políticas contribuíram para viabilizar o crescimento econômico entre 2003 e 2010. Subsequentemente, delineiam-se algumas das potenciais consequências do crescimento induzido pela demanda agregada no contexto de um regime de metas de inflação. Por fim, será apresentado um balanço do governo Lula.

I. O Papel Desempenhado pela Coordenação das Políticas Monetária e Fiscal no Novo Consenso e no Enfoque Keynesiano

1.1. Introdução

A teoria macroeconômica, ao tentar entender o funcionamento das economias de mercado, se propõe a construir um arcabouço teórico a partir do qual se definem o escopo das políticas monetária e fiscal. Portanto, as diretrizes da coordenação das políticas monetária e fiscal, supostamente, originam-se de um modelo macroeconômico, que as justifica e fundamenta.

As diretrizes da coordenação macroeconômica estão atreladas à hipótese de neutralidade, ou não, da moeda. Uma questão central na construção dos modelos macroeconômicos, a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo define os objetivos, os limites e as possibilidades da política macroeconômica afetar o crescimento no longo prazo.

A hipótese de neutralidade da moeda na história do pensamento econômico foi introduzida no âmbito da Teoria Quantitativa da Moeda - TQM, no século XVII, e foi dominante até John Maynard Keynes revolucionar a teoria econômica com a “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, sua obra mais conhecida, publicada em 1936. Ainda que controversa, a Teoria Geral, como doravante será denominada, consolidou um arcabouço teórico alternativo à TQM. Segundo Carvalho (2005b):

“O traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela se segue, é certamente o suposto de não-neutralidade da moeda, isto é, o postulado de que a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia.” (Carvalho (2005b): p. 324)

A neutralidade da moeda no longo prazo significa que a política monetária não afeta variáveis reais de modo duradouro. Ou seja, a política monetária não influencia a trajetória de crescimento do produto. Em teorias desenvolvidas desde a segunda metade do século XX e identificadas com o modelo clássico, a aceitação da hipótese de neutralidade da moeda, no longo prazo, sugere que a política monetária deverá ter como principal objetivo resguardar a estabilidade de preços, ainda que tenda a existir uma preocupação com a volatilidade do produto. A política monetária pode, artificialmente, estimular o produto no curto prazo (e afetar variáveis reais), inclusive tornando-o superior ao produto de equilíbrio, por meio de indução da demanda agregada. Contudo, somente políticas voltadas para a oferta são capazes de afetar a taxa de crescimento da economia em termos duradouros, pois, no longo prazo, os efeitos da política monetária sobre variáveis reais se dissiparão e permanecerá somente o aumento de preços. (Snowdon e Vane (2005); Clarida (1999)).

Segundo Minsky (1993):

“As Bernanke points out, the dominant microeconomic paradigm is an equilibrium construct in which initial endowments of agents, preference systems, and production relations, along with maximizing behavior, determine relative prices, outputs, and an allocation of outputs to agents. Money and financial interrelations are not relevant to the determination of these equilibrium variables. The dominant

macroeconomic paradigm builds upon this microeconomic paradigm, so that "real" factors determine "real" variables." (Minsky (1993): p. 77)

A função exercida pela política monetária, nos modelos identificados com a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, condicionará a política fiscal. Ou seja, a política fiscal, subordinada à política monetária, deve ser concebida de modo a ser neutra em relação à demanda agregada (Clarida (1999)). Mecanismos de "crowding out", por sua vez, neutralizam os efeitos da política fiscal sobre o produto (Arestis e Sawyer (2003)) .

A não neutralidade da moeda, no longo prazo, por sua vez, representa a possibilidade de a política macroeconômica afetar permanentemente a trajetória de crescimento do produto. Em linhas gerais, isto implica que a trajetória do produto não é inexorável, ditada pela oferta. Fundamenta-se teoricamente que não necessariamente há pleno emprego dos fatores de produção e existe espaço para ampliar a produto, inclusive por intermédio de ações do governo. Neste modelo, a intervenção do Estado na economia, por meio de políticas macroeconômicas, é considerada desejável, pois o governo dispõe de condições para atuar em prol do crescimento no longo prazo.

Portanto, a aceitação, ou não, da hipótese de neutralidade da moeda, no longo prazo, repercute sobre os objetivos, os limites e as possibilidades da coordenação da política macroeconômica, no curto prazo, vislumbrados por

determinada corrente teórica, pois definirá se os efeitos da política macroeconômica serão duradouros ou não.

A teoria macroeconômica, hoje, em termos estilizados, pode ser compreendida como um embate entre duas grandes correntes teóricas, que divergem, entre outras coisas, quanto ao papel exercido pela moeda. A primeira delas origina-se no modelo clássico² e a segunda descende do pensamento keynesiano. Estas teorias reproduzem, ainda que atualizadas e cada vez de um modo mais formal e sofisticado, o debate oriundo da década de 1930.

O modelo clássico foi renovado ao longo do século XX e XXI. Monetaristas, novos-clássicos e, recentemente, novos-keynesianos utilizaram o modelo clássico como referência para a construção de modelos com um grau crescente de formalização e sofisticação. A fronteira do conhecimento na ciência econômica, de acordo com definição de Arida (1996), seriam os modelos do Novo Consenso. Segundo Arestis e Sawyer (2008b):

“(...) A New Consensus in macroeconomics (NCM) has emerged over the past decade or so and has become highly influential in terms of current macroeconomics thinking and of macroeconomic policy, especially monetary policy. The NCM is now firmly established amongst both academia and economic policy circles. (...) New Keynesian macroeconomics was transformed into what we now label as New Consensus Macroeconomics. (...)”

² Entende-se o modelo clássico como aquele identificado, por Keynes, na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.

Os modelos do Novo Consenso, identificados como novos-keynesianos, baseiam-se no modelo clássico e, com diferentes especificações (que traduzem aspectos estruturais e conjunturais de cada economia), incorporam diferentes fontes de rigidezes e fricções ³, diferenciando-se, portanto, dos modelos do Real Business Cycle por abandonarem a hipótese de flexibilidade de preços e salários (Snowdon e Vane (2005); Lima et alli (2011))). Os modelos do Novo Consenso fundamentam teoricamente os modelos DSGE, utilizados como parâmetro para a condução da política monetária pelo Banco Central em diferentes países ⁴ (Lima et alli (2011)).

Observa-se, no Brasil, assim como em outros países, nos últimos anos, uma reprodução do debate teórico no campo concreto da gestão da política econômica: defensores do regime de metas de inflação - uma proposição de política econômica procedente do modelo do Novo Consenso - contrapõem-se aos desenvolvimentistas, identificados com o pensamento keynesiano.

Este capítulo tem por objetivo discutir os limites e as possibilidades da coordenação das políticas monetária e fiscal, segundo a visão do Novo Consenso e do enfoque keynesiano.

³ O pensamento novo-keynesiano caracteriza-se por abrigar autores com perspectivas diferentes em questões centrais. Gradualmente, um grupo diferenciou-se dos demais e iniciou os esforços para a construção de um modelo macroeconômico de equilíbrio geral e que se diferencia do Real Business Cycle pela introdução de rigidezes nominais e fricções reais. Estes esforços originaram o modelo de Metas de Inflação.

⁴ Entre os representantes mais notórios estão o Bank of Canada (ToTEM); o Bank of England (BEQM); o Banco Central de Chile (MAS); o European Central Bank (NAWM); o US Federal Reserve (SIGMA); o Banco Central do Brasil (SAMBA). Há inúmeros outros países que também adotam o modelo DSGE.

1.2. O Modelo do Novo Consenso

1.2.1. Os antecedentes: a teoria macroeconômica novo clássica

A teoria novo-clássica, desenvolvida ao longo da década de 1970, pode ser considerada um aprofundamento da teoria monetarista em sua busca pela revitalização do modelo clássico, hegemônico até a década de 1930⁵. As hipóteses do modelo novo-clássico, calcadas em um sofisticado instrumental teórico-analítico, permitiram que fossem recuperadas as proposições básicas de política macroeconômica do modelo clássico original, ainda que com ressalvas.

A racionalidade do agente econômico, na teoria novo-clássica, ampara-se na hipótese de expectativas racionais. Em decorrência da hipótese de expectativas racionais, a política monetária expansionista, desde que antecipada pelos agentes econômicos, não afetaria variáveis reais, pois induziria a que todos aumentassem concomitantemente seus preços. Segundo Lucas (1972):

“This paper has been an attempt to resolve the paradox posed by Gurley, in his mild but accurate parody of Friedman monetary theory: “Money is a veil, but when the veil flutters, real output sputters”. The resolution has been effected by postulating economic agents free of money illusion, so that the Ricardian hypothetical experiment of fully announced, proportional monetary

⁵Não obstante as críticas realizadas aos monetaristas pelos novos-clássicos.

expansion will no real consequences (that's, so money *is* a veil)" (Lucas (1972): p. 121)

Já a política monetária não antecipada pelos agentes econômicos poderia afetar variáveis reais, na medida em que os agentes econômicos, defrontados, por exemplo, com uma política monetária expansionista, perceberiam o aumento nos preços dos produtos, mas não saberiam distinguir se este decorreu de um crescimento real ou nominal da demanda agregada. Eles tenderiam a ajustar a produção de modo a readequá-la ao novo cenário. Assim, segundo Lucas (1972):

"These rational agents are then placed in a setting in which the information conveyed to traders by market price is inadequate to permit them to distinguish real from monetary disturbances. In this setting, monetary fluctuations lead to real output in the same directions." (Lucas (1972): p. 121-122)

A política monetária não antecipada geraria um impulso de modo a aquecer, artificialmente, a economia. Entretanto, os agentes, regidos por expectativas racionais, não seriam ludibriados sistematicamente, aprenderiam com seus erros e tenderiam a reconduzir à economia em direção ao produto potencial nos períodos subsequentes. Os efeitos da demanda agregada sobre variáveis reais tende a se dissipar e a função exercida pela política monetária reduz-se a manter a estabilidade monetária.

Perante a importância assumida pela estabilidade monetária, esforços foram realizados para construir um arcabouço teórico que fundamentasse e justificasse a ação do Banco Central. Prescott e Kydland (1977) escreveram um artigo fundamental para a construção do arcabouço teórico novo-clássico em que argumentam que o Banco Central teria incentivos para anunciar uma determinada política e não adotá-la efetivamente (hipótese da inconsistência temporal), em decorrência dos ganhos políticos provenientes de propor uma política monetária não antecipada pelos agentes econômicos. Agindo deste modo, o Banco Central poderia afetar variáveis reais, levando a que a taxa de desemprego se desviasse da taxa natural de desemprego, que a taxa de crescimento fosse superior àquela compatível com o crescimento do produto potencial e introduzindo um viés inflacionário na economia. Ou seja, a autoridade monetária iria induzir o crescimento do PIB a uma taxa superior à do PIB potencial.

Em face a isto, Kydland e Prescott (1977) propõem um “Banco Central independente”. A independência do Banco Central seria um mecanismo para protegê-lo da ação potencialmente oportunista dos políticos, pois, como a função-objetivo dos políticos pressupõe atribuir um grande peso à reeleição, eles buscam maior popularidade e podem atuar com as atenções voltadas para resultados de curto prazo.

O Banco Central deveria construir uma trajetória consistente em termos intertemporais de modo a inspirar credibilidade nos agentes econômicos quanto à sua capacidade de manter estável o valor da moeda. A credibilidade seria um ativo do Banco Central e seria adquirida na medida em que fosse consensual seu comprometimento com a estabilidade monetária.

A ênfase na estabilidade monetária requer uma política fiscal, subordinada à política monetária, com a finalidade de evitar o uso dos instrumentos da política monetária para neutralizar os efeitos da política fiscal. Assim, a política fiscal deveria ser guiada por metas de equilíbrio orçamentário, que servem para (i) tornar a política fiscal neutra em termos de demanda agregada e (ii) evitar déficits cujo financiamento induziria o aumento dos juros.

Este arcabouço teórico, subsequentemente, será recuperado pelos novos-keynesianos (e mais especificamente, pelo Novo Consenso), seja como referencial, seja por intermédio da posterior incorporação de uma série de hipóteses que foram engendradas no âmbito novo-clássico, tais como a equivalência ricardiana e a inconsistência intertemporal da política monetária.

1.2.2. As bases do Novo Consenso

Os modelos novo-keynesianos surgiram na década de 1970 como um movimento de contestação à teoria novo-clássica e introduziram novos elementos em uma antiga discussão. Entretanto, o universo novo-clássico

permanece como referencial entre os modelos novo-keynesianos e o que houve efetivamente foi “uma modernização conservadora”.

Os modelos novos-keynesianos realizaram um enorme esforço para explicar teoricamente a racionalidade implícita na tendência à rigidez de preços e salários. A substituição da suposição de ajuste contínuo de mercado (pressuposto da teoria novo-clássica) pela ênfase em fricções e imperfeições de mercado facultou a construção de diferentes teorias, criando a possibilidade de distintas perspectivas em questões centrais.

Neste cenário, os modelos microeconômicos criados e utilizados para fundamentar a teoria macroeconômica proliferaram e desembocaram em diferentes teses sobre o ciclo econômico na teoria novo-keynesiana. Assim, a teoria novo-keynesiana, ainda que identificada com a teoria neoclássica, caracterizava-se, especialmente nos primórdios, pela heterogeneidade.

Gradualmente, entretanto, o dissenso cada vez se tornou menos relevante, em decorrência da crescente adesão de pesquisadores a um grupo preponderante e relativamente homogêneo, que constituiu as bases do modelo macroeconômico do Novo Consenso. Portanto, o Novo Consenso deriva-se do modelo novo-keynesiano. Segundo Piza e Dias (2006):

“Autores como Clarida, Gali e Gertler (1999) e Le Heron (2003) afirmam que esse Novo Consenso é, na verdade, um modelo novo-keynesiano, e não

uma junção de elementos keynesianos e clássicos.” (Piza e Dias (2006): p. 3)

1.2.3. Política Macroeconômica no Novo Consenso: o regime de metas de inflação

Diferentes autores contribuíram para a construção do Novo Consenso e estes esforços concentraram-se na esfera da política monetária. Nesta tese, utilizou-se, como referência para estes modelos, o arcabouço teórico desenvolvido por Clarida et alli (1999)⁶. Este modelo, caracterizado como de equilíbrio geral dinâmico com rigidezes de preços temporárias, enfatiza a política monetária.

O modelo macroeconômico do Novo Consenso calca-se na hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo. Conforme colocado por Clarida et alli:

“(…) Put simply, equilibrium inflation rises to the point where the central bank no longer is tempted to expand output. Because there is no long run trade-off between inflation and output (i.e., x_t converges to zero in the long run, regardless of the level of inflation), long-run equilibrium inflation is forced systematically above target.” (Clarida et alli (1999): p.1677)⁷

Ou seja, a separação entre fatores reais e nominais no longo prazo, reeditando a dicotomia clássica, norteia a proposição da política macroeconômica do Novo Consenso. Estímulos à demanda, por intermédio da política monetária, provocariam somente efeitos temporários, gradualmente dissipados, enquanto

⁶ Optou-se por este modelo porque, em textos oficiais do Banco Central do Brasil, o Modelo Clarida é citado como referência para a construção do regime de metas de inflação. BCB (2011)

⁷ Grifo nosso. x_t representa, no modelo Clarida, o hiato do produto.

atribuem-se efeitos permanentes estritamente à oferta. Na medida em que somente políticas voltadas para a oferta são capazes de deslocar de modo permanente a trajetória do produto potencial e fatores nominais afetam tão somente o nível de preços no longo prazo, a otimização intertemporal da função de perda⁸, com a finalidade de assegurar a maximização do bem estar da sociedade, ainda que considere o produto, deve enfatizar a estabilidade de preços. Assim, em última instância, o objetivo da coordenação macroeconômica consistiria em neutralizar pressões inflacionárias; sejam elas decorrentes de impulsos atribuídos à demanda, sejam elas resultado de choques exógenos ou de um componente inflacionário endógeno.

Tamanha importância conferida à estabilidade monetária reflete-se no desenho do modelo macroeconômico do Novo Consenso, caracterizado pela política monetária ativa, taxa de câmbio flutuante e política fiscal com efeitos neutros sobre a demanda agregada. A coordenação macroeconômica no Novo Consenso, portanto, se dá sob a égide da política monetária, que ascende sobre as políticas fiscal e cambial. Cabe à política fiscal um papel coadjuvante, mas não menos importante: de não se opor à política monetária. O objetivo da política fiscal, neste modelo, restringe-se à obtenção do equilíbrio

⁸Posteriormente, a função de perda será discutida amiúde na seção sobre política monetária.

orçamentário⁹ e, se necessário, à geração de resultados fiscais necessários para manter uma trajetória sustentável da dívida pública.

1.2.3.1. Política Monetária

O Modelo Clarida, exposto em Clarida et alli (1999), seria um representante do modelo macroeconômico do Novo Consenso. Clarida et al. (1999) propõem-se a construir um referencial teórico para a condução da política monetária. A epígrafe sintetiza a natureza de sua contribuição:

“Having looked at monetary policy from both sides now, I can testify that central banking in practice is as much art as science. Nonetheless, while practicing this dark art, I have always found the science quite useful.” Alan S. Blinder. (in Clarida et alli (1999): p.1661)

As rigidezes nominais de preços explicam os efeitos não-neutros da política monetária sobre a economia real. Caso contrário, os autores argumentam que:

“In the limiting case of perfect price flexibility, for example, the cyclical dynamics resemble those of a real business cycle model, with monetary policy affecting only nominal variables.” (Clarida et alli (1999): p.1665)

⁹ No modelo básico desenvolvido por Clarida et alli (1999), a variação dos gastos do governo transparecem como g_t e são considerados como um choque de demanda. O g_t é concebido no modelo como:

“The disturbance g_t is a function of expected changes in government purchases relative to expected changes in potential output. Since g_t shifts the IS curve, it is interpretable as a demand shock. (Clarida et alli (1999): p.1665)”

A não neutralidade da moeda no longo prazo e a consequente ênfase na esfera da oferta reduzem a política monetária ótima no Novo Consenso essencialmente a um instrumento de convergência em direção à estabilidade de preços. Estabilidade de preços é definida por Clarida e alli como:

“What should be the target rate of inflation is perhaps an even more ephemeral question. (...) In practice, it is argued that an inflation rate between one and three percent seems to meet this definition (e.g., Bernanke and Mishkin 1997) (...)” (Clarida et alli (1999): p.1669)

No debate sobre como se atingir a estabilidade de preços, duas questões devem ser consideradas. As expectativas racionais implicam que os agentes privados ajustam suas expectativas em função do comportamento efetivo e esperado da autoridade monetária. Ou seja, conforme colocado por Clarida et alli (1999), “An important complication is that private sector behavior depends on the expected course of monetary policy, as well as on current policy.” (Clarida e al (1999): p. 1662). E, em segundo lugar, a capacidade do Banco Central coordenar expectativas será determinante na condução da política monetária.

Neste contexto, com a finalidade de manter a inflação em um patamar considerado desejável, com o menor custo possível em termos de produto, surge a discussão entre a adoção de regras ou de uma política macroeconômica discricionária. A distinção entre regras e discricionarie

está relacionada a “is whether current commitments constrain the future course of policy in any credible way.” (Clarida e al (1999): p. 1670)

Por definição, uma política monetária discricionária:

“(...) Under discretion, a perceptive private sector forms its expectations taking into account how the central bank adjusts policy, given that the central bank is free to reoptimize every period. (...)”(Clarida et alli (1999): p.1669)

A política discricionária poderia induzir o setor privado a considerar a possibilidade de o Banco Central atuar de modo a manter a produção acima da considerada natural, em decorrência da hipótese de inconsistência intertemporal (apresentada na seção 1.2.2) Contudo, mesmo a intenção de expandir o produto além do potencial não necessariamente se concretizaria: poderia ocorrer um equilíbrio aquém do ótimo, com inflação persistentemente acima da meta e sem maiores ganhos em termos de produto. (Clarida et alli (1999))

Clarida et alli (1999) concluem que a política monetária calcada em comprometimento com regras apresentaria custos inferiores ao da política discricionária e disporia de maior capacidade de coordenar as expectativas, pois, mesmo que a autoridade monetária estivesse comprometida com estabilidade de preços, ela deveria realizar uma política mais agressiva no caso discricionário, com juros mais elevados, para alcançar resultados similares ao que a política calcada em regras obteria com juros mais baixos. Deste modo,

haverá menor custo na política comprometida com regras em termos de queda de produção associado ao controle da inflação. Adicionalmente, a redução dos custos associados à desinflação estimularia a adoção de uma política monetária mais agressiva quando sob a regência de regras, pois haveria uma queda maior da inflação com uma perda menor em termos de produto.

Definir a melhor alternativa de combate à inflação estabelece os parâmetros para a política monetária ótima. Estava justificada a necessidade de adoção de um regime parametrizado por regras. Neste contexto, o Novo Consenso consolidou seu modelo macroeconômico sob o formato do Regime de Metas de Inflação (RMI).

O modelo básico do Novo Consenso estrutura-se em uma curva IS e uma curva de Philips, além de uma equação de otimização da política monetária. Posteriormente, um componente endógeno é incorporado ao modelo básico. A presença de um componente inercial reforça os argumentos apresentados no modelo básico, sendo, inclusive, observada uma maior aversão à inflação.

A equação de otimização da política monetária considera metas de produto e de inflação, assim como o peso concedido a elas. Entretanto, a estabilidade de preços tornou-se, crescentemente, o principal objetivo da política monetária, conforme atestam Clarida et alli (1999):

“(...) The target level of output is typically taken to be the natural level of output, based on the idea that this is the level of output that would obtain absent any wage and price frictions. (...) What should be the target rate of inflation is perhaps an even more ephemeral question, as is the issue of what should be the relative weight assigned to output and inflation losses. In the U.S., policy-makers argue that “price stability” should be the ultimate goal.

(...) It is true that there has been a growing consensus that the primary aim of monetary policy should be to control inflation (...)” (Clarida et alli (1999): p.1669)

No modelo Clarida, o principal instrumento de política monetária seria a taxa de juros nominal. A autoridade monetária deve estabelecer uma trajetória para a variável instrumental i de modo a maximizar a função objetivo, que é condicionada pela curva IS e pela curva de Philips. Segundo Clarida et alli (1999):

“With the interest rate as the policy instrument, the central bank adjusts the money supply to hit the interest rate target. In this instance, the condition that money demand equal money supply simply determines the value of the money supply that meets this criteria”. (Clarida et alli (1999): p.1667)¹⁰

A oferta de moeda, determinada endogenamente, não desempenha um papel relevante no modelo. A autoridade monetária calibrará a quantidade de moeda somente com o objetivo de atingir a taxa de juros considerada de equilíbrio. Portanto, o modelo, compatível com aquele desenvolvido por Romer (2000), não requer uma curva descrevendo o equilíbrio entre demanda e oferta de

¹⁰ Grifo nosso.

moeda. Isto não implica que os canais de transmissão da política monetária desempenhem um papel secundário no modelo, muito pelo contrário.

Os canais de transmissão da política monetária repercutem sobre a demanda agregada. Assim, mesmo que a origem do impulso inflacionário não resida em pressões sobre a demanda agregada, o Banco Central buscará alcançar a estabilidade de preços gerenciando a demanda por intermédio dos mecanismos de transmissão da política monetária. Para tanto, o Banco Central deve dispor, ao menos, de independência de instrumentos, em decorrência da importância da coordenação das expectativas e da hipótese de inconsistência intertemporal da política monetária (e, conseqüentemente, o viés inflacionário).

A decisão do quão agressiva será a ação do Banco Central dependerá dos custos da redução da inflação em termos da retração da produção e o peso que se confere à queda no produto (ou seja, em última instância depende do *trade-off* entre inflação e produto). Como os custos da inflação podem ser considerados pela autoridade monetária superiores, em termos de produto, às perdas efetivas sugeridas pela função bem estar, a definição de metas de inflação permite que se coloque um peso maior na inflação.

O maior peso colocado na estabilidade de preços deve-se ao fato de a política macroeconômica não ter como afetar o crescimento de modo sustentável. Ou seja, a ação do Banco Central afeta o produto no curto prazo, levando a que

ele oscile em torno de sua tendência de longo prazo, mas não levará a um deslocamento da curva de tendência. A política monetária, portanto, não seria capaz de alterar a trajetória do produto potencial, restringindo-se a produzir oscilações de curto prazo. Assim, segundo Arestis e Sawyer (2008):

“The implication of this analysis is that there is a serious limit on monetary policy. This is that monetary policy cannot have permanent effects on the level of economic activity; it can only have temporary effects, which are serially correlated. This implies further that a change in monetary stance would have temporary effects, which will persist for a number of periods before they completely dissipate in price adjustments.” (p. 637)

1.2.3.2. Política Fiscal

A política fiscal, no Novo Consenso, desempenha um papel coadjuvante à política monetária. Ainda que se reconheça a capacidade da política fiscal de produzir, temporariamente, efeitos sobre o produto, os gastos do governo resumem-se, no modelo, a representar um fator adicional de pressão sobre a demanda. Conforme colocado por Mishkin (2000)

“ (...) Restraining the fiscal authorities from engaging in excessive deficits financing thus aligns fiscal policy with monetary policy and makes it easier for the monetary authorities to keep inflation under control” (Mishkin, 2000, p. 2).

Nesta direção, “monetary policy moves first and dominates, forcing fiscal policy to align with monetary policy” (Mishkin, op. cit., p. 4).

Adicionalmente, o Novo Consenso considera que o gasto público concorre com o gasto privado e seus efeitos sobre as variáveis reais tendem a se dissipar com a entrada em vigor dos mecanismos de *crowding out*. Portanto, a expansão do dispêndio do governo implica em redução do gasto privado. Identificam-se ao menos dois importantes canais pelos quais opera o *crowding out*.¹¹

Há um canal de substituição de gasto privado por público que pode ser associado à ação do Banco Central. Como o Banco Central, no regime de metas de inflação, preferencialmente dispõe de independência de instrumentos, uma política fiscal que não persiga um orçamento equilibrado no longo prazo tende a tornar mais custosa a recondução da inflação em direção à meta estabelecida, pois o gasto do governo deve ser neutralizado por intermédio de políticas de contenção da demanda privada para amenizar as pressões inflacionárias, via elevação da taxa de juros. Assim, o gasto privado é desestimulado em decorrência da ação da autoridade monetária e não em decorrência de um mecanismo de ajuste intrínseco ao mercado. Em última instância, o Banco Central induz o *crowding out*. Neste caso, o mecanismo de *crowding out* não é automático porque ele não se deriva da auto regulação do mercado, mas sim é induzido pelo Banco Central através da manipulação da demanda agregada via taxa de juros. Logo, dar-se-á com alguma defasagem.

¹¹ Arestis e Sawyer (2003) discutem canais de *crowding out* no Novo Consenso.

Um segundo mecanismo de *crowding out* calca-se na teoria da equivalência ricardiana, uma importante contribuição para a construção do arcabouço teórico novo-clássico dada por Barro (1974). Argumenta-se que o aumento de gastos do governo, se antecipado pelos agentes econômicos, não teria impacto também sobre as variáveis reais. Esta tese se baseia na hipótese de que a emissão de títulos hoje para financiar os gastos do governo induziria os agentes econômicos a reduzirem seus gastos e a poupar. Os agentes econômicos realizariam um cálculo racional, tendo como parâmetro as informações disponíveis e em consonância com a teoria das expectativas racionais, e concluiriam que o aumento dos gastos do governo implicaria elevação dos impostos no futuro. Portanto, eles refariam suas estimativas de restrição orçamentária e se adequariam a elas. Assim, o déficit público, se antecipado pelos agentes econômicos, não afetaria a demanda agregada.

1.2.3.3. Algumas considerações sobre a taxa de câmbio no regime de metas de inflação

O objetivo desta tese não é tratar política cambial, mas cabem algumas considerações sobre o papel desempenhado pela taxa de câmbio no regime de metas de inflação. A política monetária independente implica, em um contexto de abertura de capitais, um regime de câmbio flutuante, pois é impossível manter simultaneamente o câmbio fixo, a política monetária independente e o mercado de capitais abertos. Por definição, caso o mercado de capitais seja

desregulamentado, as autoridades econômicas devem optar entre câmbio fixo e política monetária como instrumento complementar ou política monetária ativa e câmbio flutuante, já que a paridade cambial requer o uso da política monetária como recurso para evitar flutuações na cotação da moeda estrangeira.

Como a abertura de capitais (especialmente comum em um mercado altamente globalizado) e a política monetária (a tônica do regime de metas de inflação) são supostas escolhas inexoráveis pelos gestores de política econômica em diversos países (ainda que evidentemente não o sejam), o câmbio flutuante tornou-se a única alternativa possível, nestes países, no âmbito da política cambial. O Banco Central pode atuar sobre o mercado cambial de modo a tentar evitar maiores oscilações, mas não pode determinar a taxa de câmbio.

Entretanto, o uso da taxa de juros como instrumento de controle da inflação requer que o Banco Central atue de modo a perseguir uma “taxa de juros de equilíbrio”, dada endogenamente pelo modelo e em consonância com as pressões observadas na economia do país, e isto pode afetar a taxa de câmbio. Arestis e Sawyer (2004) argumentam que:

“There is then a conflict between the (domestic) interest rate required to balance aggregate demand and aggregate supply and that required to maintain the exchange rate (whether in nominal or in real terms).”(Arestis e Sawyer (2004): p. 11)

Em uma economia aberta, os juros domésticos elevados vis-à-vis os juros praticados em outros países pode repercutir sobre a conta de capitais e afetar o preço da moeda doméstica vis-à-vis outras moedas. A apreciação do câmbio deslocaria a demanda por bens produzidos internamente para importados, reduzindo as pressões internas sobre a demanda, e se configuraria como um instrumento adicional no combate à inflação.

1.3. Escola Pós-Keynesiana

A eclosão da crise de 1929 colocou em xeque muitas certezas, questões consideradas consensuais entre os economistas da época. Ocorreram tentativas de compreender a crise e rediscutir o embasamento da teoria econômica. Neste contexto, Keynes publicou, em 1936, a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda e mudou o curso da história do pensamento econômico no século 20 ao estabelecer as bases de uma teoria alternativa ao modelo clássico.

A escola pós-keynesiana compartilha com Keynes a visão de que a economia capitalista moderna pode ser caracterizada como uma economia monetária de produção. A economia monetária de produção caracteriza-se como um ambiente complexo, muitas vezes hostil. Neste cenário, o agente econômico busca mecanismos e alternativas para lidar com o desconhecido e tomará suas decisões tendo como parâmetro suas expectativas quanto ao futuro.

A moeda, reduzida no modelo clássico a um meio de troca, desponta, na Teoria Geral, como um elo entre o presente e o futuro. O potencial de ser transmutada em outros ativos confere a moeda um papel fundamental na teoria keynesiana. A revisão do papel da moeda está relacionada à introdução da preferência pela liquidez, uma peça-chave no arcabouço teórico erigido por Keynes. Segundo Carvalho (1997):

“(...) the same stable money that allow the organization of an efficient productive system is what creates the possibility that income generated in the productive process does not return to the market as demand for the output produced. Money is a general form of wealth that allows individuals to postpone indefinitely the potentially fateful decisions involved in the choice of specific goods to accumulate. For the individual, thus, is a valid object of rational choice, notwithstanding the damages it may cause to a society as a whole.” (Carvalho (1997): p. 38)

A possibilidade de se alocar parte da riqueza sob a forma de moeda, o caráter subjetivo da decisão de investir e a tendência do consumo crescer a taxas decrescentes, enquanto proporção da renda, criaram a possibilidade de que parcela da renda não se materialize em demanda por bens e serviços e contestaram a validade da lei de Say. Ou seja, o mercado não dispõe de mecanismos intrínsecos que conduzam a economia em direção ao pleno emprego e a economia monetária se caracteriza por uma tendência à insuficiência estrutural de demanda efetiva.

O Princípio de Demanda Efetiva substitui a lei de Say e rege a teoria keynesiana do produto. O Princípio de Demanda Efetiva implica atribuir à decisão de gastar um papel central na dinâmica econômica: a oscilação dos gastos autônomos, em decorrência do caráter endógeno do consumo, amplifica os efeitos das variações destes gastos sobre a renda. Segundo Carvalho (1997):

“In monetary economies, variable aggregate demand implies that national income is endogenously determined. This is known as the multiplier, a central element of Keynesian macroeconomics.” (Carvalho (1997): p. 37)

A concretização das decisões de gastar está atrelada também à disponibilidade de recursos próprios e de terceiros para o financiamento do dispêndio. A resposta à demanda por recursos pelo setor produtivo reflete a interação entre os circuitos financeiro e industrial, definidos em Keynes (1930), e dependerá da preferência pela liquidez do sistema financeiro, assim como de toda a economia.

Para que as decisões de gasto se deem, a existência de liquidez desempenha um papel fundamental. Carvalho (2012) define a liquidez como um conceito complexo. Este conceito apresenta três diferentes sentidos, que refletem diferentes operações. O primeiro diz respeito à facilidade com que se consegue se desfazer do ativo, ou seja, a velocidade com que se consegue vender

determinado ativo, sem que para isso seja necessário reduzir o seu preço para efetuar a operação. Assim, segundo Carvalho (2012):

“Liquidity in the sense of high marketability requires a combination of both characteristics: the quicker an asset can be sold with a minimum loss of value, the more liquid it is. (...) Liquidity in this sense means convertibility into means of payment.”
(Carvalho (2012): p. 11)

Em segundo lugar, pode-se atribuir liquidez a um ativo pelo seu potencial para ser utilizado como colateral em um empréstimo. Este motivo claramente está relacionado ao anterior na medida em que quanto mais fácil for se desfazer de um ativo, sem se abster de obter seu valor de mercado, maior seu potencial para ser utilizado como colateral.

Um terceiro sentido para liquidez está relacionado à sincronização entre pagamentos a serem realizados e a serem recebidos. Entretanto, não se pode desconsiderar que os pagamentos aguardados são receitas “esperadas” e, portanto, segundo uma perspectiva keynesiana, incertas.

Esta concepção abrangente de liquidez permite introduzir os conceitos de *finance* e *funding*. Os processos de *finance* e *funding* constituem duas dimensões da mesma decisão (Carvalho (2012)). Assim, segundo Carvalho (2012):

“(...) an entrepreneur has two problems to solve: (i) how to get hold of money to make the intended expenditure and (ii) how to properly structure his liabilities, or, more, generally, his balance sheet. In the interpretation offered in this paper, these are not

sequential problems (...), but in fact two different questions: the first deals (...) how to accommodate a new use for money-in-circulation, the second is what we could call (...), a corporate finance problem, how to structure one's balance sheet between assets and liabilities to minimize financial costs and risks. Finance and funding are therefore not different steps in the same process, they are different concepts describing specific dimensions of the same decision. (Carvalho (2012): p. 6)

O “finance motive”, fundamentado por Keynes (1937), incorpora os planos de investimento como um dos determinantes da demanda por moeda e, portanto, como parte integrante da sua teoria da preferência pela liquidez. Assim, Keynes afirma que:

“Now, a pressure to secure more finance than usual may easily affect the rate of interest through its influence on the demand for money; and unless the banking system is prepared to augment the supply of money, lack of finance may prove an important obstacle to more than a certain amount of investment decisions being on the tapis at the same time.” (Keynes, 1937a,p. 247)

Em última instância, o “motive finance” está relacionado à demanda por moeda para um uso específico e independe da fonte destes recursos, conforme salienta Carvalho (2012):

Thus, the finance motive has to do with the use of money, not with the issuance of debt, even if it this particular class of money demand is to be satisfied by the creation of money through credit creation by banks.(...) (Carvalho (2012): p. 5)

Os recursos disponibilizados aos empresários, inclusive sob a forma de empréstimos bancários, acomodam a demanda por moeda. Estes recursos não necessariamente provêm de crédito junto ao mercado financeiro, mas também podem se originar do caixa oriundo de vendas passadas, da venda de ativos ou

da colocação de debentures. Carvalho (2012), contudo, argumenta que o autofinanciamento e a obtenção de empréstimos junto ao sistema financeiro constituem as melhores opções para satisfazer a demanda por moeda pelo “motivo finance”. Esta demanda por moeda existe até o momento em que é o gasto é realizado. Quando o agente despende, ele a repassa a moeda e esta pode ser utilizada em outra operação.

Paralelamente à demanda por moeda para financiar projetos de investimento, há a questão do funding. A decisão de investir requer um fluxo de caixa suficiente para fazer face aos pagamentos implícitos na decisão de financiar o investimento. O casamento entre ativos e obrigações denomina-se *funding* e é definido por Cavalho (2012) como:

“Funding a project is mostly a question of matching assets and liabilities, that is, accepting obligations that can be settled with the revenues expected to be generated by the assets one is acquiring. Keynes didn’t take a direct interest in this matter but one of his followers, Hyman Minsky, did.” (Carvalho (2012): p. 8)

Portanto, a decisão de investir não requer, simplesmente, considerar os atributos do ativo, mas há necessidade de avaliar também sua capacidade de gerar liquidez, conforme argumentado por Minsky (1982). Segundo Minsky (1982):

“(…) Thus the ability to debt finance new investment depends upon expectations that the future investment will be high enough so that the future cash flows will be large enough that are issued today to be repaid or refinanced.” (Minsky (1982): p. 65)

A liquidez é uma preocupação dos investidores, pois eles reconhecem que, em um futuro incerto, não necessariamente conseguirão concretizar suas expectativas de receita, pois conforme colocado por Minsky (1982):

“(...) In particular, changing views of the future affect the relative price of various capital assets and financial instruments, as well as the relation between capital asset price and the price of current output.” (Minsky (1982): p. 62)

Por conseguinte, Minsky (1982) desenvolve a teoria da instabilidade financeira ao constatar que “*financial instability as an essential attribute of the economy*”.

Segundo Minsky (1982):

“(...) The instability that such an economy exhibits follow from the subjective nature of expectations about the future course of investment, as well their business clients of the appropriate liability structure for the financing of positions in different types of capital assets (...)”(Minsky (1982): p. 65)

Ao desenvolver o seu argumento ele conceitua e diferencia “hedge finance” do que ele denomina de “speculative finance”. A diferença entre ambos consiste em:

“(...) Hedge finance takes place when the cash flows from the operations are expected to be large enough to meet the payment commitments on debt. Speculative finance when the cash flows from the operations are not expected to be large enough to meet the payment commitments on debt, even though the present value of expected cash receipts is greater than the present value of the payment commitments. Speculative units expect to fulfill obligations raising funds by new debts. (...)”(Minsky (1982): p. 66)

Entretanto, o autor argumenta que, em determinados contextos, a elevação da taxa de juros pode transformar “Hedge finance units” em “Speculative finance

units” e “Speculative finance units” em “Ponzi finance units”, pois, segundo Minsky (1982), a fragilidade financeira de algumas unidades pode afetar a disponibilidade do setor financeiro continuar financiando uma enorme gama de organizações. Deste modo, segundo Minsky (1982):

“(…) a capitalist economist endogenously generates a financial structure which is susceptible to financial crisis and (…) the normal functioning of financial markets in the resulting boom economy will trigger a financial crisis(…)”

Once endogenous economic process take the economy to the brink of a crisis, Federal Reserve intervention can abort the development of a full fledged crisis and a debt inflation(…)”(Minsky (1982): p. 68)

Em crises na economia, a retração da atividade econômica tende a levar a uma deterioração das expectativas e a aguçar a fragilidade financeira de algumas unidades, pois

“(…) Unless offset by government spending, the decline in investment that follows from a reluctance to finance leads to decline in profits and in the ability to sustain debt. (…)”(Minsky (1982): p. 67)

A fragilidade financeira de algumas unidades pode deflagrar um aumento da preferência pela liquidez, com uma conseqüente elevação dos juros e uma contração da oferta de financiamentos pelo setor financeiro. Assim, em períodos recessivos, empresas consideradas, até então, como “hedge finance units” podem se transformar em “speculative units”.

O uso dos bancos públicos, como instrumento para sustentar a liquidez, com a finalidade de contrabalançar a retração do crédito e o aumento dos juros, e

atenuar o contágio do setor financeiro para o setor real em períodos recessivos, seria compreendido como uma política intervencionista do Estado, com o objetivo de estabilizar o sistema e amenizar os efeitos observados na fase recessiva do ciclo econômico, e justificado pela teoria keynesiana.

1.3.1.3. A política macroeconômica na teoria keynesiana

Em uma época em que preponderava a defesa do Estado mínimo e prevalecia a crença nas propriedades de autoajuste do mercado, Keynes considerava necessária a intervenção do Estado na economia. Segundo Carvalho (1997):

There can be no doubt that Keynes was an interventionist and that the policy implications of his General Theory (and others writings) are clearly in favor of activist policy making. (Carvalho (1997): p. 32-33)

A atuação do governo deveria ser orientada para constituir um ambiente propício para o desenvolvimento das ações privadas, pois Keynes sempre defendeu a economia de mercado. Kregel sintetiza o papel do Estado na visão de Keynes quando considera que:

“(...) The object of Keynes’ original proposals was to create the conditions in which capitalism might exhibit its full growth potential (...)”(Kregel (1991): p. 30)

O modelo formulado por Keynes, na Teoria Geral, aponta para uma tendência à insuficiência estrutural de demanda efetiva. Portanto, a vocação da economia a se manter abaixo do pleno emprego ratifica a tese de que as propriedades de autoajuste não funcionam de modo a otimizar os recursos disponíveis.

Keynes introduziu a possibilidade teórica das políticas monetária e fiscal serem utilizadas articuladamente como instrumentos para sustentar a demanda efetiva e, em última instância, para alavancar o crescimento econômico quando a economia opera abaixo do pleno emprego dos fatores. Assim, a intervenção do Estado, consubstanciada através da política macroeconômica, contribuiria para melhorar o desempenho da economia. Carvalho (1997) sintetiza o caráter da política macroeconômica na visão keynesiana:

“ (...) the particular character of Keynes policy proposals consists in the definition of a set of measures designed to reduce or socialize the uncertainties that surround economic decisions and to boost aggregate demand through state intervention when private demand failed. In this way, the state could contribute to create a stable environment, more favorable to private investments. (...) Even though specific recommendations will be made for each one of these fields, it is the comprehensive nature of macroeconomics management that is characteristic of Keynes approach, rather than any particular use of any particular policy instrument” (Carvalho (1997): p. 41-2)

Segundo a concepção keynesiana, a condução das políticas fiscal e monetária requer a coordenação dos instrumentos macroeconômicos e implica a atuação discricionária das autoridades econômicas. Cabe ressaltar efeitos colaterais provocados pela discricionariedade não são desprezíveis, conforme enfatizado por Carvalho (1997), mas há meios para evitar, ou ao menos compensar, consequências não desejáveis. Segundo Carvalho (1997):

“(...)Uncertainty-reducing intervention requires concerted action in many fronts to avoid that local or sectoral policies end up just deviating uncertain from its original point of impact instead of effectively reducing it. (...)” (Carvalho (1997): p. 42)

Em suma, a insuficiência estrutural de demanda efetiva, que caracteriza a economia monetária de produção requer a integração entre as políticas monetária e fiscal. O manejo dos instrumentos macroeconômicos não é trivial e requer a ação permanente com a finalidade de otimizar diferentes objetivos, entre os quais se destacam crescimento e estabilidade de preços.

1.3.1.3.1. Política Monetária

A política monetária assumiu crescentemente um papel de destaque na condução da política macroeconômica nas teorias descendentes do pensamento clássico. A política monetária, contudo, preponderava sobre as políticas fiscal e cambial e seus efeitos eram circunscritos ao curto prazo na medida em que não afetavam a trajetória de longo prazo do produto.

A teoria keynesiana também atribui um papel essencial à política monetária. A coordenação da política macroeconômica, contudo, não impingem um papel coadjuvante à política fiscal. Ambas as políticas interagem e se complementam. Portanto, não há ênfase na esfera fiscal ou na monetária: ambas são instrumentos para alcançar uma melhora no nível de emprego e de renda.

Carvalho (1997) recupera a perspectiva original de Keynes acerca da condução da política monetária.

“Keynes devoted most of his professional life to devising monetary arrangements, institutions, and policies that could contribute to reaching and maintaining full employment.” (Carvalho (1997): p.45)

Em seu esforço de recuperar e aprimorar a teoria keynesiana original, os pós keynesianos atribuem uma posição proeminente à política monetária em decorrência da não neutralidade da moeda no curto e no longo prazo. Assim, segundo Carvalho (2005b):

“ (...) Assim, a política monetária na abordagem de Keynes não influencia a economia exclusivamente (e talvez nem principalmente) aumentando ou diminuindo a oferta de meios de pagamento, mas sim aumentando ou diminuindo a disponibilidade de ativos líquidos frente às outras classes de ativos. Com isso, a política monetária afeta não apenas a produção corrente, mas também as decisões de investimento e, portanto, as possibilidades reais da economia mesmo no longo termo.” (Carvalho (2005b): p.327)

A oferta de liquidez na economia, definida de acordo com a estratégia traçada no âmbito da política monetária e gerenciada pelo Banco Central, será um parâmetro considerado pelo mercado financeiro ao definir a oferta de crédito e, conseqüentemente, será uma condição necessária (ainda que não suficiente) para uma trajetória de crescimento econômico em decorrência dos seus potenciais efeitos sobre a atividade econômica.

Os efeitos da política monetária sobre as variáveis reais dependerão dos mecanismos de transmissão e estes estão sujeitos à preferência pela liquidez do mercado financeiro (que decidirá se disponibilizará os recursos para o setor produtivo) e à demanda por estes recursos por parte das empresas e famílias. Portanto, uma política monetária expansionista não necessariamente

repercutirá positivamente em termos de emprego e produto. Tudo dependerá das expectativas dos agentes privados em relação à renda futura.

As expectativas, contudo, são voláteis (conforme discutido anteriormente). Planos de longo prazo (por exemplo, de investimentos) colocados em prática pelo setor público reduziriam a volatilidade das expectativas, criando mecanismos de sustentação da demanda agregada. Neste contexto, a política fiscal expansionista, ao afetar diretamente a demanda agregada da economia e, em última instância, a renda, disporia de instrumentos eficazes para assegurar a confiabilidade dos agentes privados. Ainda que não haja uma relação linear, tende a ocorrer uma complementariedade entre gastos públicos e privados. Assim, a não neutralidade da moeda leva a restauração do papel a ser desempenhado também pela política fiscal na condução da política macroeconômica.

1.3.1.3.2. Política Fiscal

A política fiscal segundo a visão keynesiana deve atuar de modo a contribuir, direta e indiretamente, para a sustentação da demanda agregada, pois os gastos públicos, um importante componente da demanda agregada, induzem os gastos privados, estimulando o consumo e o investimento privado.

Kregel (1991) recupera a visão de Keynes sobre política fiscal. Contrariamente ao senso comum, Kregel (1991) argumenta que já na T.G se defendia o

superávit, senão o equilíbrio, no orçamento de receitas e despesas correntes. Contudo, a conta de capital (relativa ao financiamento de investimentos, exclusive os gastos financeiros) não deveria se ater a metas de curto prazo, mas sim perseguir objetivos de longo prazo. Segundo Kregel:

“Thus the long-term investment program (...) could be expressed by means of a “capital budget, which be balanced in the long term, separated from the current budget. The capital budget was conceived as producing the long term level of investment associated with stable income and full employment (...).” (Kregel (1991): p.33)

O déficit na conta de capital, gerado com a finalidade de produzir o nível de investimento associado à renda estável e pleno emprego, é a forma ideal, preventiva de uso do orçamento, mas não a única. Deflagradas forças que induzam a recessão da atividade econômica, é necessário o uso da política fiscal com o objetivo de atenuar a queda da demanda agregada, inclusive por intermédio de aumento das despesas correntes.

Além da defesa do equilíbrio no orçamento das despesas e receitas correntes, a teoria keynesiana se pronuncia tanto sobre a estrutura tributária quanto sobre a composição dos gastos públicos, na medida em que o formato da política fiscal implicará efeitos diferenciados sobre a demanda efetiva.

A estrutura tributária, com tributos diretos (incidentes sobre a renda) e indiretos (que recaem sobre a produção), não é neutra, pois implicará em impactos sobre as decisões dos consumidores e dos investidores. Por exemplo, a

tributação incidente sobre a formação bruta de capital fixo, assim como os cálculos para se descontar a taxa de depreciação de máquinas e equipamentos, serão considerados entre os fatores objetivos avaliados pelos empresários na decisão de investir. Por sua vez, o imposto de renda, especificamente, pode ser utilizado para estimular o gasto de contribuintes com menor renda e maior propensão média a consumir e para ceifar uma parcela da renda maior de contribuintes com maior poder aquisitivo e maior propensão a poupar. Assim, uma estrutura tributária que incentive o investimento e reduza a desigualdade de renda seriam consistentes com a teoria keynesiana.

Segundo Kregel:

“(...) Keynes recommended the use of fiscal policies in order to reduce the rise in the propensity to save due to the effect of rising incomes and the effects of an unequal distribution of income on the average propensity to save (...)”(Kregel (1991): p.44)

A composição dos gastos do governo tampouco é neutra. Despesas financeiras do governo, por exemplo, são apropriadas por integrantes de parcela da população com maior poder aquisitivo, que reconhecidamente destinam maior parcela da renda à poupança. Já políticas no sentido de distribuir a renda, por sua vez, incidem diretamente sobre o consumo agregado e caracterizam-se pela elevada capacidade de gerar demanda, pois atingem uma população particularmente propensa a consumir. Segundo Keynes (1936):

“(...)If fiscal policy is used as a deliberate instrument for the more equal distribution of incomes, its effect in increasing the propensity to consume is, of course, all the greater”(Keynes (1936): p. 65)

Carvalho caminha na mesma direção quando afirma que:

“Fiscal policy could also contribute to increase demand through redistributive measures that could push consumption up. (...)”(Carvalho (1997): p. 44)

Na medida em que a política fiscal consegue reduzir a desigualdade de renda e aumentar o consumo agregado, as expectativas de melhores vendas futuras estimularão o investimento privado. Portanto, políticas destinadas à redução da desigualdade de renda permitem, simultaneamente, atacar o que Keynes identifica como os demônios do capitalismo na Teoria Geral, a saber, o grau de concentração de renda e a incapacidade de sustentar o pleno emprego.(Carvalho (1997)). Segundo Keynes (1936)

“The theories which we have examined above are directed, in substance, to the constituent of effective demand which depends on the sufficiency of the inducement to invest. It is no new thing, however, to ascribe the evils of unemployment to the insufficiency of the other constituent, namely, the insufficiency of the propensity to consume.” (Keynes, 1936: p. 222)

Já os investimentos públicos são relevantes na medida em que contribuem para aprimorar a infra-estrutura e são indutores do investimento privado pela complementaridade observada entre ambos. Nesta direção, Carvalho (1997) argumenta que:

“The ideal macroeconomic policy proposed by Keynes would in way inflate demand aggregate (...)To do it, the government should implement investments of their own, in projects that would not compete with private investment creating thereby an environment favorable to private initiative, regulating the pace of investments according to the need to compensate private demand failures to sustain a stable level of aggregate demand over time.” (Carvalho (1997): p. 40)

Carvalho afirma que o comprometimento do governo com o investimento e com a sustentação da demanda agregada, por si, estimulam o gasto privado.

Segundo Carvalho (1997):

“(…) The examination of measures themselves should not divert our attention that ultimately the success of the plans was to be measured not necessarily by volume of investments actually made by the government, and even less by the amount of deficit spending made, but by the capacity to show to private agents that government was capable of intervening. (...)”(Carvalho (1997): p. 44)¹²

Tanto Kregel (1991) quanto Carvalho (1997) enfatizam a importância de se evitar a recessão e sugerem programas de investimento de longo prazo de modo a sustentar a demanda e atenuar a incerteza, que caracteriza a economia monetária de produção e repercute negativamente sobre as decisões de consumo e investimento privadas.

Entretanto, nem sempre é possível contornar tendências recessivas, especialmente quando a economia sofre os efeitos de crises internacionais. Épocas de crise incitam comportamentos defensivos, com aumento da preferência pela liquidez dos consumidores, dos investidores e do mercado financeiro e tendência à retração do gasto e da oferta de crédito. A atuação do governo deve contrabalançar a tendência à retração das decisões de gasto, evitar o contágio da crise entre os setores financeiro e real e buscar atenuar a queda da produção. Neste contexto, a política fiscal anticíclica seria não só aceita pelos keynesianos, como desejável.

¹² Grifos do autor.

A política fiscal anticíclica poderia se dar tanto na esfera da tributação quanto no âmbito dos gastos. Por exemplo, os gastos do governo associados a políticas de proteção e seguridade assim como mudanças na estrutura tributária podem arrefecer os efeitos da recessão nos períodos subsequentes, pois contribuem para reestabelecer o dinamismo da economia. A defesa de um aumento de dispêndio não implicava a defesa de desajustes orçamentários como uma política de Estado. De acordo com Keynes, os déficits do setor público seriam consequência da recessão e não uma panaceia para lidar com ela. Segundo Kregel (1991):

“(...) Keynes clearly enunciated lack of enthusiasm for budget deficits was motivated by a clear preference for policy to make sure deficits should not occur. Keynes viewed budget deficits as the result of failure to achieve stable full employment national income growth rather than as an efficient remedy for unemployment. This, of course, only implied that budget balancing measures in a slump could not make either employment conditions or the deficit improves.” (Kregel (1991): p.32)

Mesmo em um processo recessivo, é possível uma política fiscal anticíclica segundo uma perspectiva keynesiana, e, preferencialmente, com equilíbrio orçamentário de médio e de longo prazo. O resultado fiscal dependerá notadamente do comportamento da arrecadação tributária. (Carvalho (1997)). Como o sistema tributário em economias com maior grau de diversificação da atividade produtiva tende a apresentar uma aderência ao PIB, a arrecadação tributária tende a se reduzir, em períodos de retração da atividade econômica (Rodrigues, J. J. (1999)). Adicionalmente, a contração da atividade econômica

pode induzir o aumento do dispêndio público, na medida em que certos gastos são deflagrados quando ocorre a deterioração da renda e do emprego. Esta combinação de fatores pode acarretar o aumento das necessidades de financiamento do setor público consolidado e ocasionar déficit fiscal no curto prazo.

A tendência à insuficiência de demanda efetiva, que seria agravada em períodos recessivos, torna a ação do governo fundamental para sustentar consumo e investimento privados. O aumento dos gastos públicos repercutiria sobre a renda e, em termos dinâmicos, amplificaria os gastos privados em decorrência da presença do multiplicador e da melhora nas expectativas. Os investimentos privados, neste contexto, seriam estimulados pela expectativa de demanda futura e pela melhora das condições associadas à oferta.

Por fim, cabe dizer que o equilíbrio fiscal é desejável e defensável sob o ponto de vista keynesiano. O equilíbrio fiscal será facilitado pelo crescimento do produto (já que tende a existir uma correlação entre tributos e PIB), que, por sua vez, é impulsionado pela intervenção do governo na economia. Deste modo, a trajetória do produto, influenciada pela política fiscal, contribuirá para o equilíbrio nas contas públicas e para a solvência do setor público, pois criará as condições para a relação dívida/PIB decrescer ao longo do tempo.

4. Considerações finais

A política econômica, supostamente, é embasada em modelos bem estruturados e consistentes teoricamente.

O regime de metas de inflação, modelo macroeconômico novo-keynesiano, subordina as políticas fiscal e cambial à monetária. A hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo implica que a política macroeconômica tem, por finalidade, manter a estabilidade monetária e conduzir a economia em direção ao produto considerado potencial. Assim, somente políticas focadas na oferta são capazes de provocar efeitos permanentes sobre a trajetória do produto.

A não neutralidade da moeda sequer no longo prazo diferencia a perspectiva keynesiana das correntes identificadas com o pensamento clássico. A hipótese de não neutralidade da moeda, inclusive no longo prazo, implica que a política macroeconômica afeta, e condiciona, a trajetória do produto. A condução da política macroeconômica, portanto, requer a articulação e a interação entre as políticas monetária e fiscal.

Assim, houve a reedição pelo Novo Consenso das conclusões disseminadas pelo modelo clássico e revitalizadas pelo modelo monetarista e novo-clássico. Deste modo, a sofisticação do modelo do Novo Consenso e a reinterpretação de Keynes não evitam que se caia na mesma dicotomia prevista originalmente. O embate entre integração versus subordinação no âmbito de proposição de

política econômica se renova, mas mantém a mesma natureza de 80 anos atrás. Em suma, o modelo teórico do Novo Consenso não é compatível com um modelo teórico pós-keynesiano em decorrência de divergências básicas sobre a não neutralidade da moeda no longo prazo e, conseqüentemente, pelo papel desempenhado pela demanda agregada na trajetória do produto. A demanda agregada, no modelo do Novo Consenso, deve ser manipulada de modo a se alcançar a estabilidade de preços, mesmo que a custos de redução do produto no curto prazo, enquanto a demanda agregada, entre os keynesianos, é considerada a força catalisadora do crescimento. Portanto, estes modelos apresentam proposições de política econômica antagônicas entre si: enquanto o primeiro busca neutralizar a demanda agregada, o segundo a considera como a *causa causans* da dinâmica econômica. A coordenação macroeconômica em ambos modelos será pautada pelo papel desempenhado pela demanda agregada, portanto as prescrições de política econômica serão antagônicas entre si.

II. Política Monetária e Regime de Metas de Inflação

Os efeitos sobre as variáveis macroeconômicas no longo prazo definirão os objetivos, os limites e as possibilidades da coordenação das políticas monetária e fiscal no curto prazo. O modelo macroeconômico no Novo Consenso sustenta-se sob a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, conforme discutido no primeiro capítulo. Esta hipótese condiciona o papel desempenhado pela política monetária e estabelece os parâmetros para a relação entre a política monetária e a fiscal. Assim, a política macroeconômica é conduzida sob a égide da política monetária. Em busca de uma política monetária ótima, os representantes do Novo Consenso formularam o Regime de Metas de Inflação.

O Regime de Metas de Inflação – adotado por decreto, oficialmente, no Brasil, em junho de 1999 - definiu o escopo da política monetária e pontuou a condução da política macroeconômica, desde então. Este capítulo aborda a política monetária no governo Lula e, portanto, apresentará, em linhas gerais, as especificidades que distinguem o modelo brasileiro.

A compreensão destes mecanismos, apresentados na seção 2.1, permite discutir nos capítulos subsequentes como a condução da política macroeconômica ao longo do governo Lula subverte alguns dos pressupostos

implícitos no modelo do Novo Consenso, não obstante a trajetória aparente das políticas monetária e fiscal.

A caracterização do Regime de Metas de Inflação no Brasil será realizada na seção 2.2. A discussão sobre o fim da âncora cambial e a aversão à inflação contribui para que se entenda o que motivou a adoção deste modelo, em 1999. No âmbito institucional, o aparelhamento do Banco Central possibilitou a atuação da autoridade monetária condizente com o Regime de Metas de Inflação.

A seção 2.3 aborda as motivações para o comprometimento ainda na campanha presidencial de Lula de 2002 com a política macroeconômica adotada pelo governo de Fernando Henrique Cardoso e, subsequentemente, como se dá a condução da política monetária no Governo Lula, sob a égide do Regime de Metas de Inflação.

Por fim, à guisa de conclusão, apresentam-se os resultados do regime de metas no controle da inflação.

2.1. Mecanismos de Transmissão da Política Monetária

A disseminação do Regime de Metas de Inflação e, conseqüentemente, a crescente importância da política monetária (conforme enfatizado por Clarida e alli (1999)) levou a que muitos pesquisadores se debruçassem sobre os

mecanismos de transmissão da política monetária (por exemplo, BIS (2008), Catao et alli (2008), Bevilacqua e alli (2008), Mendonça (2001), Montes (2008) e Minella e alli (2009)).

O controle da inflação no Regime de Metas de Inflação ocorre essencialmente através do gerenciamento da demanda e esta, através da administração da taxa básica de juros. Neste contexto, a identificação dos mecanismos de transmissão desempenha um papel fundamental, pois possibilita mapear os efeitos da taxa de juros sobre a demanda agregada e definirá o escopo da atuação do Banco Central. Em outras palavras, estes mecanismos permitem balizar a capacidade da taxa de juros de afetar a demanda agregada e assegurar a estabilidade de preços. Nesta seção, descrevem-se, sinteticamente, os principais mecanismos de transmissão segundo a ótica do modelo do Novo Consenso. Não se pretendeu, contudo, esgotar o tema.

Mendonça (2001) apresenta um esquema analítico simples, demonstrando como os juros, o câmbio, o crédito, os preços dos ativos e as expectativas afetam a demanda agregada. Aqui serão reproduzidos os principais canais de transmissão com um pequeno ajuste, com a finalidade de incorporar o modelo de Romer (2000). Este novo modelo é compatível com o modelo Clarida (1999) e considera a oferta de moeda endogenamente determinada.

O primeiro canal relevante de transmissão se dá através da taxa de juros sobre os investimentos. O aumento da taxa de juros tende a promover uma redução do preço dos ativos (em decorrência da contração da liquidez), uma elevação dos custos do capital e uma queda dos retornos esperados. Além disso, a elevação dos juros tende a tornar os títulos públicos mais atraentes do que outros investimentos. Conseqüentemente, ocorreria uma desaceleração dos investimentos.

$$i \uparrow \Rightarrow r \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

(i = taxa de juros nominais; r = taxa de juros real; I = investimentos; Y = produto)

O segundo canal relevante seria o da taxa de câmbio. Em uma economia com mobilidade de capitais, a elevação dos juros tende a atrair capitais estrangeiros e, provavelmente, ocasionar a apreciação cambial. A apreciação cambial tende a provocar contração da atividade doméstica, com a perda de competitividade das exportações domésticas e a substituição de bens produzidos internamente por importados, e a contribuir para a queda da inflação.

$$i \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow e \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

(i = taxa de juros nominais; E = taxa de câmbio; e = taxa real de câmbio; NX = saldo da balança comercial; Y = produto)

O canal do crédito, conforme colocado por Bernanke e Gertler (1995), tradicionalmente amplificaria as decisões de política monetária. Estas medidas afetariam os mecanismos de transmissão, redefinindo a abrangência da política monetária. Mendonça (2001) considera como canais do crédito o canal dos empréstimos bancários e o canal dos balanços, além do crédito ao consumidor (destacado por Bernanke e Gertler (1995)).

A política monetária restritiva tende reduzir reservas (R_B) e depósitos bancários (D_B) em um movimento de contração da liquidez. A contração da liquidez, adicionalmente, eleva o risco de seleção adversa (SA) e risco moral (RM), na medida em que os empresários tendem a se arriscar mais para manter a antiga rentabilidade. Esta situação tende a reduzir a oferta de recursos à disposição dos tomadores (E_b). Este processo leva a redução dos empréstimos concedidos pelos bancos. Como resultado, ocorre a retração dos investimentos e do consumo (especialmente dos bens duráveis) e, conseqüentemente, da renda.

$$i \uparrow \Rightarrow (R_B \downarrow \text{ e } D_B \downarrow) \text{ e } (SA \uparrow \text{ e } RM \uparrow) \Rightarrow E_B \downarrow \Rightarrow I \downarrow \text{ e } C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Bernanke e Gertler (1995) enfatizam a importância do impacto da redução no preço das ações sobre o valor dos ativos financeiros (VAF), o que tornaria mais provável a ocorrência de uma crise financeira (CF) de grandes proporções. A

deterioração das expectativas levaria os consumidores a postergarem seus planos de consumo.

$$i \uparrow \Rightarrow P_A \downarrow \Rightarrow VAF \downarrow \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Por fim, Mendonça (2001) trata do canal das expectativas. Clarida et alli (1999) defendem o Regime de Metas de Inflação pela sua capacidade de coordenar as expectativas. O canal das expectativas desempenha um papel relevante no modelo novo-keynesiano porque permite entrelaçar o curto e o longo prazo. Um aumento da taxa de juros como mecanismo para conter a demanda e reconduzir a inflação em direção à meta provoca efeitos recessivos. Entretanto, o aumento dos juros em decorrência do comprometimento da autoridade monetária com o Regime de Metas de Inflação cria as condições para um ciclo virtuoso no médio e no longo prazo (na medida em que tende a reduzir as taxas de juros esperada de médio e longo prazo (i_{mt}^e e i_{lt}^e) e, portanto, impactar positivamente o investimento (I_{lt}) e o produto de longo prazo e (Y_{lt}), restabelecendo a confiança no desempenho futuro da economia (CDFE)

1ª fase

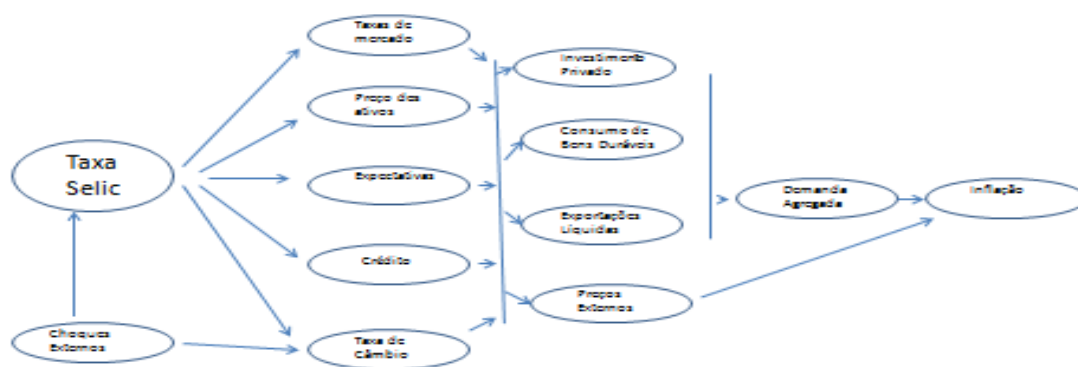
$$i \uparrow \Rightarrow r \uparrow \Rightarrow I_{ct} \downarrow \Rightarrow Y_{ct} \downarrow$$

2ª fase

$$CDFE \uparrow \Rightarrow i_{mt}^e \text{ e } i_{lt}^e \downarrow \Rightarrow I_{lt} \uparrow \Rightarrow Y_{lt} \uparrow$$

Os canais de transmissão da política monetária descritos nesta seção coincidem com os considerados pelo Banco Central na condução da política monetária, conforme explicitado em fluxograma apresentado no Relatório de Inflação de Junho de 1999 (Quadro 2.1). Estes canais desempenham um papel fundamental no modelo de metas de inflação, pois definem como a política monetária repercute sobre variáveis reais no curto prazo.

Quadro 2.1.



2.2. Regime de Metas de Inflação no Brasil: caracterização

2.2.1. A Adoção do Regime de Metas de Inflação

A estabilização de preços, resultante da adoção do Plano Real em 1994, constituiu as bases para a retomada da discussão de uma agenda de

desenvolvimento. O Plano Real calcou-se no estabelecimento de uma âncora, inicialmente fundeada no câmbio, com a finalidade de ancorar as expectativas inflacionárias.

Havia, na época, um debate sobre a sustentabilidade do modelo de âncora cambial. Franco (1996) contestava a apreciação do real em relação ao dólar e defendia que a taxa de câmbio refletia a mudança nos fundamentos do modelo. Abandonar a âncora cambial implicaria rever o modelo preponderante. Entretanto a própria concepção do modelo o tornava vulnerável a ataques especulativos, conforme colocado por Arestis, de Paula e Ferrari (2009):

“(..) o êxito da política de estabilização doméstica gerou um processo endógeno de deterioração dos “fundamentos” macroeconômicos. Como resultado, os países latino-americanos tornaram-se vulneráveis a ataques especulativos às suas moedas domésticas, condicionando-os, dessa forma, a crises monetário-cambiais” (Arestis, de Paula e Ferrari (2009): p 7-8)

O crescente consenso quanto à valorização do Real com relação ao dólar, em 1998, sinalizava que o regime de âncora cambial em algum momento deveria ser abandonado, o que efetivamente ocorreu em janeiro de 1999. O receio de a inflação sair do controle induziu a realização de nota técnica do IPEA (depois transformada em Texto para Discussão), em que Pereira, T. R. e Carvalho, A.

(2000) enfatizavam que o abandono do dólar como referencial para a moeda brasileira não implicaria em descontrole inflacionário.

Ainda que estudos sugerissem que não haveria descontrole inflacionário, não era consensual o impacto da depreciação cambial sobre a inflação e, em 1999, havia uma enorme dispersão das expectativas inflacionárias (Fraga Neto (2011)). A derrocada da âncora cambial implicava a substituição por algum regime que enfatizasse a estabilidade monetária. Neste contexto, a adoção do Regime de Metas de Inflação no Brasil surge como uma alternativa. Segundo Fraga Neto (2011):

“A adoção do sistema foi fruto de um processo de exclusão de alternativas tais como: a volta ao câmbio fixo ou administrado (que nunca durou muito); a criação de uma caixa de conversão como a da Argentina (um rígido currency board); a introdução de metas monetárias (notoriamente instáveis); ou a simples condução da política monetária sem meta explícita para a inflação.” (Fraga Neto (2011): p. 26)

A escolha do Regime de Metas de Inflação esteve associada também a sua suposta capacidade de coordenar as expectativas inflacionárias, pois evitaria a dispersão das expectativas inflacionárias entre os agentes econômicos. Diferentes autores enfatizam a importância das expectativas inflacionárias como um mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil (Bevilacqua et alii (2008); Tombini (2011); Fraga Neto (2011)) especialmente relevante em um país que se defrontou no passado recente com elevadas taxas de inflação. Nesta direção, Fraga Neto (2011) afirma que “em seus

primeiros anos as metas tiveram o duplo papel de âncora para a inflação e de mecanismo de combate à inflação, através da coordenação das expectativas”.

Assim, Tombini (2011) sintetiza o Regime de Metas de Inflação:

“Nesse regime monetário, em que a âncora nominal da política monetária é a própria meta, os bancos centrais precisam atuar de forma autônoma, com sua credibilidade derivando de seu comprometimento com a meta anunciada e da consistência da sua estratégia na busca da estabilidade de preços. A atuação sistemática e transparente da autoridade monetária torna a política mais previsível e, conseqüentemente, mais influente sobre as expectativas dos agentes, favorecendo a manutenção da inflação nos patamares almejados.” (Tombini (2011): p. 09)

Além das peculiaridades do Regime de Metas de Inflação, que o tornavam especialmente adequado ao caso brasileiro, outros países haviam adotado o Regime de Metas de Inflação em 1999¹³. (Rose (2006)) Rose (2006) argumenta inclusive que um novo regime monetário internacional não planejado estava em formação, calcado na adoção, por um número crescente de países, de metas de inflação explícitas. Em resumo, Rose defende que:

“A stable international monetary system has emerged since the early 1990s. A large number of industrial and a growing number of developing countries now have domestic inflation targets administered by independent and transparent central banks. (...).This system was not planned and does not rely on international coordination. There is no role for a center country, the IMF, or gold. It is durable; in contrast to other monetary regimes, no country has been forced to abandon an inflation-targeting regime. Succinctly, it is the diametric opposite of the post-war system; Bretton Woods, reversed.” (Rose (2006))

¹³ Tais como Inglaterra, Espanha, Suécia, Nova Zelândia, Austrália, Canadá, Chile, Israel e México.

Assim, a adoção do Regime de Metas de Inflação brasileira era adequada ao peso conferido à estabilidade monetária pela equipe econômica e, paralelamente, correspondia a uma tendência internacional. As metas de inflação, fundamentadas teoricamente pelo Novo Consenso, caracterizavam-se pela baixa tolerância à inflação e pela uniformidade no trato à elevação de preços (coibidos através da contenção da demanda independentemente da natureza do choque ser de demanda ou de oferta). Havia um receio, na época, que ocorresse dominância fiscal, mas este se revelou infundado, conforme colocado por Bevilacqua et alli (2008):

“(...) Initial concerns about fiscal dominance proved unfounded, as fiscal policy was strengthened in line with the requirements of the new regime. (...)” (Bevilacqua et alli (2008): p. 139)

Assim, o Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária. O decreto atribui ao banco central a competência de “executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas”. Segundo este decreto:

“Art. 4o Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação (...) situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I - descrição detalhada das causas do descumprimento;

II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”

Por fim, segundo o decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, o Banco Central deve elaborar o Relatório de Inflação, um documento em que ele apresenta à sociedade o desempenho do Regime de Metas de Inflação, com os efeitos das decisões passadas sobre a inflação e a avaliação prospectiva do comportamento dos preços.

2.2.2. Regime de Metas de Inflação no Brasil: arcabouço institucional da política monetária

Nesta seção, expõe-se o arcabouço institucional empregado para a gestão da política monetária no âmbito do Regime de Metas de Inflação.

O arcabouço institucional do Regime de Metas de Inflação no Brasil caracteriza-se por um banco central com independência de instrumentos¹⁴ para alcançar a meta de inflação estipulada pelo Conselho Monetário Nacional – CMN. Para tanto, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom) e os Relatórios de Inflação desempenham um papel central.

O CMN, órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional, é composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central. Segundo Fazenda (2012) “Ao CMN compete:

¹⁴ A independência de instrumentos não é formal, mas pode ser constatada desde a implementação do Regime de Metas de Inflação, quando o Banco Central dispõe de completa liberdade para definir a taxa Selic considerada exequível para alcançar a meta de inflação.

estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial”. Assim, coube ao CMN estabelecer as metas de inflação.

As metas de inflação são estabelecidas para o ano subsequente e para os dois anos seguintes e auferidas com base em um índice cheio, especificamente, no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A existência de uma banda, cujo intervalo tem variado entre 2,0 e 2,5 pontos percentuais abaixo ou acima da meta, confere alguma flexibilidade ao modelo e assegura um maior grau de manobra perante choques externos e internos.

O Banco Central deve perseguir uma taxa de inflação na meta, sendo aceitável que ela esteja no intervalo previsto pela banda estipulada. Caso a inflação seja superior à meta, o presidente do Banco Central deve remeter uma carta para o Presidente da República justificando as causas do malogro em alcançar o objetivo da autoridade monetária definido pelo CMN e expondo o modo como pretende reconduzir a inflação em direção à meta.

O Comitê de Política Monetária (COPOM), instituído pela Circular do Banco Central nº 2.698, de 20 de junho de 1996, e tomando como exemplo Federal Open Market Committee (FOMC), do Banco Central dos Estados Unidos, e Central Bank Council, do Banco Central da Alemanha, foi criado para formular

as diretrizes da política monetária e fixar sobre a taxa de juros. Portanto, o Copom antecede ao Regime de Metas de Inflação.

No arranjo institucional definido para sustentar o Regime de Metas de Inflação, o Copom reúne-se cerca de oito vezes ao longo do ano com a responsabilidade de definir a taxa SELIC (e, se for o caso, um viés) para o período subsequente com base no modelo macroeconômico construído pelo Banco Central¹⁵. Estas reuniões duram dois dias, sendo que, no segundo dia, efetivamente os diretores do Banco Central deliberam para definir a taxa Selic¹⁶. A taxa Selic consiste na taxa de juros de empréstimos do interbancário overnight. (Arestis, de Paula, Ferrari-Filho (2009))

A fixação da taxa SELIC, no Regime de Metas de Inflação, no Brasil, tem por objetivo conduzir a inflação em direção à meta estabelecida pelo CMN. O Banco Central através de sua mesa de mercado aberto atua para conduzir a taxa Selic em direção à taxa de juros definida pelo Copom.

¹⁵ Mensais desde 2000, as reuniões, após 2006, passaram a transcorrer a cada 90 dias.

¹⁶ O Copom é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidações e Desestatização, e Administração. No primeiro dia, participam das discussões também os chefes de departamento do Banco Central (mais especificamente, os chefes do Departamento Econômico (Depec), Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin), Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban), Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab), Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep), e o gerente-executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)) e três consultores (além do secretário-executivo da Diretoria, do assessor de imprensa e do assessor especial)

A condução da política monetária, e, portanto, as decisões do Copom, são fundamentadas e explicitadas no Relatório de Inflação. Este relatório, publicado com uma periodicidade trimestral, é essencial para a construção do modelo, porque subsidiará os agentes econômicos privados com as informações necessárias para a sua tomada de decisões. Como o Regime de Metas de Inflação se calca sob a hipótese de expectativas racionais¹⁷, o Relatório de Inflação contribuirá para coordenar as expectativas, pois tornará pública as motivações do Copom e, considerando que o Banco Central tenha credibilidade junto ao público, isto será incorporado na formação de expectativas.

A taxa Selic, definida na reunião do Copom, será o parâmetro para a condução da política monetária, mas, caso tenha sido definida com viés, poderá ser alterada entre as reuniões do Comitê pelo presidente do Banco Central, desde que conte com a autorização dos membros integrantes do Copom.

2.2.3. O Modelo do Banco Central ¹⁸

O Regime de Metas de Inflação atribui uma função essencial ao Banco Central na condução da política macroeconômica, pois cabe à autoridade monetária definir a taxa de juros para alcançar a taxa de inflação definida como meta pela equipe econômica. Deste modo, a eficiência do Banco Central, responsável

¹⁷ Vide Capítulo 1.

¹⁸ Utilizou-se como base para esta seção um box do Relatório de Inflação, em que é apresentado a modelagem do mecanismo de transmissão da política monetária. (BCB (2000))

pela condução da política monetária, é mensurada pela sua capacidade de atingir as metas estabelecidas no plano teórico.

No Brasil, o Banco Central empenhou-se para desenvolver o arcabouço institucional necessário para responder as demandas em termos de modelagem macroeconômica, com a finalidade de identificar e quantificar os mecanismos de transmissão da política monetária.

Em consequência destes esforços, foi construído um modelo estrutural representativo e compatível com o modelo novo-keynesiano, que se caracteriza como um modelo de equilíbrio geral e dispõe, segundo BCB (2000), das seguintes equações:

- (i) Curva IS;
- (ii) Curva de Philips (em que se impõe a condição de neutralidade de longo prazo);
- (iii) Equação de equilíbrio no mercado cambial;
- (iv) Uma regra de juros (que, no caso brasileiro, consistiu na adoção da regra de Taylor).

Esta família de equações permite que o governo disponha de um certo grau de manobra para introduzir especificações em acordo com as questões que o COPOM deseja enfatizar. Estas especificações seriam acrescentadas a uma equação básica padrão.

As equações típicas deste modelo estrutural representativo, utilizadas como base pelo Banco Central do Brasil, estão especificadas a seguir:

$$\text{IS: } h_t = \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + \varepsilon_t^h$$

Onde:

h = log do hiato do produto

r = log da taxa real de juros

ε^h = choque da demanda

$$\text{Curva de Philips: } \pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 \varepsilon_t \pi_{t+1} + \alpha_3 \pi_{t-2} + \alpha_4 h_{t-1} + \alpha_5 \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^\pi$$

Onde:

h = log do hiato do produto

π = log da inflação

p_t^F = log do índice de preços do produtor externo

e_t = log da taxa de câmbio

Δ = operador da primeira diferença

$E_t(.)$ = operador de expectativa, condicional à informação disponível em t

ε^n = choque de oferta

Equação de Equilíbrio Cambial: $\Delta e_t = \Delta i_t^F + \Delta x_t + \Delta i_t + \eta_t$

Onde:

e_t = log da taxa de câmbio

i = log da taxa de juros doméstica

i^F = log da taxa de juros internacional

x = log do prêmio de risco.

η = ruído branco

Esta formatação da curva de Philips considera a inflação atual como função da inflação passada e da esperada. Quanto maior a credibilidade do Banco Central, maior o peso atribuído à inflação presente (ou seja, maior o α_2). Já o componente inercial da inflação está retratado pela inflação em t-1 e t-2. Quanto maior a importância conferida à inflação esperada em detrimento da inflação esperada, maior o grau de conservadorismo do Banco Central.

Por fim, a estimação do produto potencial, aferido com base no filtro Hodrick-Prescott (HP) (produzindo um resultado semelhante àquele obtível com uma linha de tendência), é necessária para se gerar o hiato do produto. ¹⁹

Não obstante a crescente sofisticação dos modelos econométricos e sua importância no Regime de Metas de Inflação, segundo Fraga Neto (2011):

“A modelagem da economia é tarefa útil, mas complexa, que evolui com o tempo e está sempre sujeita a erro. Num dado momento, questões ligadas à taxa de câmbio podem dominar, como quando do lançamento do sistema de metas. Em outros momentos, questões relativas ao mercado de crédito podem ser mais importantes, como atualmente. Em função disso, não há uma fórmula matemática que chega à melhor projeção de inflação e nível de atividade a partir da qual o Copom toma sua decisão. O Copom procura a cada momento integrar suas avaliações qualitativas e quantitativas, em processo iterativo menos formal do que se imagina, mas não por isso menos eficaz.” (Fraga Neto (2011): p. 30)

¹⁹ Barbosa (2009) critica o uso do filtro HP no cálculo do produto potencial em decorrência da endogeneidade dos resultados, pois a tendência de longo prazo identificada pelo filtro HP consiste em uma média móvel, especialmente influenciada pelos últimos dados da série. Deste modo, quando a economia cresce, o produto potencial tende a se elevar, inclusive com a revisão de estimativas passadas de produto potencial. Neste sentido, Barbosa Filho (2009) conclui que:

“Outro ponto igualmente importante para a atuação da autoridade monetária é que, na medida em que a própria política monetária afeta o crescimento da economia, ela acaba afetando as estimativas do produto potencial. (...) O mesmo raciocínio vale na direção oposta e, portanto, caso a autoridade se guie apenas por estimativas do hiato do produto voltadas para trás, ela pode acabar gerando uma profecia auto-realizável. (...) A conclusão inevitável é que uma política monetária guiada apenas por estimativas do hiato do produto voltadas para trás pode acabar produzindo o cenário macroeconômico que a justifica.” (Barbosa Filho (2009): p. 54-55)

2.3. Regime de Metas de Inflação no Governo Lula

O primeiro governo Lula inicia-se em 2003. Havia o temor de que, caso Lula assumisse a Presidência, mudasse a orientação da política macroeconômica e não se comprometesse com a estabilidade monetária, o principal objetivo de política macroeconômica do governo Fernando Henrique Cardoso. Este receio se materializou na degradação do ambiente macroeconômico na segunda metade de 2002. Deste modo, observa-se entre dezembro de 2001 e dezembro de 2002: (i) redução das fontes externas de financiamento para a economia brasileira (com uma queda de US\$ 27 bilhões para US\$ 8 bilhões da entrada líquida de capital externo), (ii) depreciação do real (R\$ 2,32 para R\$ 3,53) e (iii) aumento do risco-Brasil de 9,6 pontos percentuais para 14,6 pontos percentuais (Barbosa e Souza (2010)). Esta situação provocou alta da inflação e deterioração da situação fiscal em 2002.

Morais e Saad (2011) consideram que efetivamente havia o risco de uma crise sistêmica se Lula não tivesse se comprometido com as medidas pró-mercado em 2002.

(...) Em contraste, Moraes e Saad-Filho (2005) argumentaram que a crise de 2002 assumiu tal gravidade que — no âmbito da institucionalidade vigente — ela tendia a levar o país a um colapso cambial e monetário. O refinanciamento da dívida pública foi virtualmente paralisado a partir de maio, e a sua consequente monetização pressionou o mercado de dólares, levando a uma rápida desvalorização do real. Só em setembro — depois de firmado o acordo do FMI — o valor da moeda nacional começou a se

recuperar. Essa crise (...) poderia levar ao colapso cambial e da dívida pública (...).”
(Morais, L. e Saad-Filho, A. (2011) : p. 511-512)

Neste contexto, ainda em campanha eleitoral, foi publicada a Carta aos Brasileiros (Arbix e Palocci (2002)). Este documento buscava apaziguar os ânimos e reiterava o comprometimento de Lula com políticas pró-mercado, negando a possibilidade de adoção de políticas macroeconômicas heterodoxas, que a tradição do PT poderia sugerir. Segundo Moraes e Saad-Filho (2011):

“A crise especulativa (uma grave crise cambial e de refinanciamento da dívida federal) serviu para pressionar (...) um compromisso público de que [os candidatos], se eleitos, respeitariam os contratos vigentes em relação à dívida pública doméstica e externa, e apoiariam um programa de auxílio emergencial a ser prestado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), (...) [que] continha as habituais cláusulas restritivas às políticas monetária e fiscal a serem implementadas pelo futuro governo. Na sua “Carta”, Lula comprometeu-se em implementar o programa do FMI e cumprir seus condicionantes.
(Morais, L. e Saad-Filho, A. (2011) : p. 509)

O convite a Antônio Palocci para assumir o Ministério da Fazenda reforçou o compromisso pactuado em campanha. E o crescente prestígio que ele adquiriu no governo Lula deixou pouco espaço para o dissenso. A orientação da política macroeconômica, realizada no âmbito do Ministério da Fazenda, e em completa sintonia com o Banco Central presidido por Henrique Meirelles, seguiu a mesma linha da orquestrada no segundo mandato de Fernando Henrique (1999-2002). Preponderava o Regime de Metas de Inflação. No caso do Brasil (e em consonância com o Regime de Metas de Inflação), a política

fiscal e a política cambial atuariam supostamente como instrumentos coadjuvantes para se alcançar a estabilidade monetária.

2.3.1. Política Monetária no Governo Lula

O primeiro mandato do governo Lula caracterizou-se pela necessidade de reafirmar o comprometimento com o Regime de Metas de Inflação, em consonância com a Carta aos Brasileiros. Este compromisso implicou realizar uma política monetária contracionista, para se contrapor ao legado herdado pelo governo Lula em seu primeiro ano. Conforme colocado por Bevilacqua et alli (2008):

“The 2002 sudden stop of capital inflows and consequent currency depreciation left a burdensome legacy for monetary policy. The BCB’s challenge was to undertake major disinflation in an environment of limited credibility (“conservative” monetary policy having been a constant focus of heavy criticism by the political party that won the elections of that year), and after inflation expectations had shifted upwards in an apparently persistent fashion.” (Bevilacqua et alli (2008): p. 140)

A degradação do cenário macroeconômico, em 2002, com uma expressiva depreciação do real perante o dólar e com a elevação da inflação, levou a que fosse necessário aumentar a meta de inflação, pois, em decorrência *carry over* de 2002 para 2003, o núcleo da meta de inflação para 2003, estabelecido originalmente pela resolução 2.842 de 28/06/2001 (3,25 pontos percentuais ao ano) e revisto pela Resolução 2.972, de 27/06/2002 (4,0 pontos percentuais ao ano), seria praticamente inatingível. (Tabela 2.2) Henrique Meireles, alçado à

presidência do Banco Central em janeiro de 2003, escreve carta aberta ao Ministro da Fazenda reconhecendo que a meta estipulada para 2003 não era factível e definindo, como um novo alvo, uma taxa de inflação de 8,5 pontos percentuais ao ano. Assim, em BCB (2003), Meirelles argumenta:

“Em suma, o regime macroeconômico de metas para inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal tem demonstrado ser capaz de absorver fortes choques sobre a economia. A elevada depreciação cambial, a evolução dos preços administrados por contrato e monitorados e a deterioração das expectativas fizeram com que a inflação de 2002 atingisse 12,5% (...). A política monetária nos próximos dois anos será calibrada para que a inflação convirja para as metas ajustadas, de 8,5% em 2003 e de 5,5% em 2004.” (BCB (2003): p. 14)

Tabela 2.2

Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

| Ano | Norma | Data | Meta (%) | Banda (p.p) | Limites inferior e superior (%) | Inflação efetiva (IPCA %a.a.) |
|------|-----------------|------------|----------|-------------|---------------------------------|-------------------------------|
| 1999 | | | 8 | 2 | 6 a 10 | 8,94 |
| 2000 | Resolução 2.615 | 30/06/1999 | 6 | 2 | 4 a 8 | 5,97 |
| 2001 | | | 4 | 2 | 2 a 6 | 7,67 |
| 2002 | Resolução 2.744 | 28/06/2000 | 3,5 | 2 | 1,5 a 5,5 | 12,53 |
| 2003 | Resolução 2.842 | 28/06/2001 | 3,25 | 2 | 1,25 a 5,24 | |
| | Resolução 2.972 | 27/06/2002 | 4 | 2,5 | 1,5 a 6,5 | 9,3 |
| 2004 | Resolução 2.927 | 27/06/2002 | 3,75 | 2,5 | 1,25 a 6,25 | |
| | Resolução 3.108 | 25/06/2003 | 5,5 | 2,5 | 3 a 8 | 7,6 |
| 2005 | Resolução 3.108 | 25/06/2003 | 4,5 | 2,5 | 2 a 7 | 5,69 |
| 2006 | Resolução 3.210 | 30/06/2004 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | 3,14 |
| 2007 | Resolução 3.291 | 23/06/2005 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | 4,46 |
| 2008 | Resolução 3.378 | 29/06/2006 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | 5,9 |
| 2009 | Resolução 3.463 | 26/06/2007 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | 4,31 |
| 2010 | Resolução 3.584 | 01/07/2008 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | 5,91 |
| 2011 | Resolução 3.748 | 30/06/2009 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | |
| 2012 | Resolução 3.880 | 22/06/2010 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | |
| 2013 | Resolução 3.991 | 30/06/2010 | 4,5 | 2 | 2,5 a 6,5 | |

Fonte: Banco Central do Brasil

Paralelamente, a atuação da autoridade monetária foi condizente com a autonomia de instrumentos defendida pelos teóricos identificados com o

Regime de Metas de Inflação. A resposta do Banco Central perante a deterioração das expectativas inflacionárias, em 2003, foi a elevação da taxa Selic de 25 pontos percentuais para 26,5 pontos percentuais ao ano, em fevereiro de 2003, como mecanismo para reconduzir a inflação em direção à meta. (Tabela 2.3) Descontada a expectativa de inflação, esta Selic implicava juros reais de 16,4 pontos percentuais ao ano. (Gráfico 2.1). Concomitantemente, aumentou-se a meta de superávit primário de 3,75 pontos percentuais do PIB para 4,25 pontos percentuais do PIB. Bevilacqua et alli (2008) justificam esta política de elevação abrupta dos juros, pois segundo esses autores:

“(...) Given Brazil’s history of chronically high inflation, which both thrived on and fostered sophisticated indexation techniques, monetary policymakers naturally had a stronger preference against too gradual a disinflation process, even if that might have been desirable from the viewpoint of minimizing GDP volatility – and even this last point is questionable. Issues of credibility also argued for faster rather than more protracted disinflation. (...)”

Thus a strategy of relatively rapid disinflation was adopted and implemented, in spite of difficult initial conditions. (...)” (Bevilacqua et alli (2008): p. 140)

Tabela 2.3

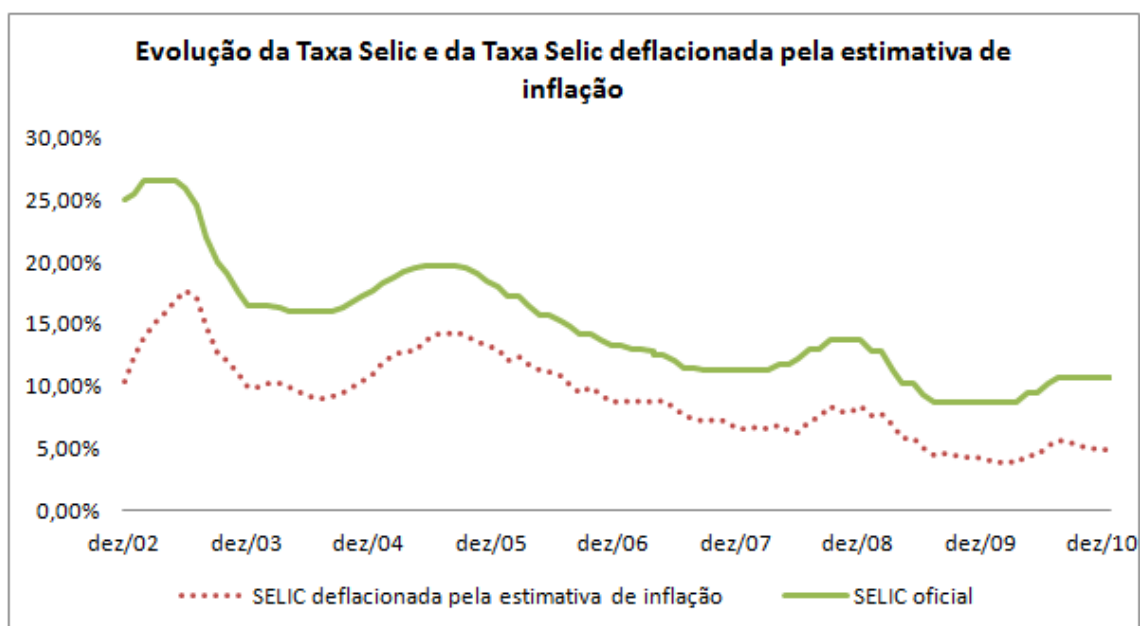
Taxa de juros SELIC definida pelo COPOM - fim de período - 1999 a 2011

| | % a.a. | | | | | | | | | | | |
|------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|---------|----------|----------|
| | janeiro | fevereiro | março | abril | maio | junho | julho | agosto | setemrno | outubro | novembro | dezembro |
| 1999 | 25,00 | 25,00 | 42,00 | 32,00 | 23,50 | 21,00 | 19,50 | 19,50 | 19,00 | 19,00 | 19,00 | 19,00 |
| 2000 | 19,00 | 19,00 | 18,50 | 18,50 | 18,50 | 17,50 | 16,50 | 16,50 | 16,50 | 16,50 | 16,50 | 15,75 |
| 2001 | 15,25 | 15,25 | 15,75 | 16,25 | 16,75 | 18,25 | 19,00 | 19,00 | 19,00 | 19,00 | 19,00 | 19,00 |
| 2002 | 19,00 | 18,75 | 18,50 | 18,50 | 18,50 | 18,50 | 18,00 | 18,00 | 18,00 | 21,00 | 22,00 | 25,00 |
| 2003 | 25,50 | 26,50 | 26,50 | 26,50 | 26,50 | 26,00 | 24,50 | 22,00 | 20,00 | 19,00 | 17,50 | 16,50 |
| 2004 | 16,50 | 16,50 | 16,25 | 16,00 | 16,00 | 16,00 | 16,00 | 16,00 | 16,25 | 16,75 | 17,25 | 17,75 |
| 2005 | 18,25 | 18,75 | 19,25 | 19,50 | 19,75 | 19,75 | 19,75 | 19,75 | 19,50 | 19,00 | 18,50 | 18,00 |
| 2006 | 17,25 | 17,25 | 16,50 | 15,75 | 15,75 | 15,25 | 14,75 | 14,25 | 14,25 | 13,75 | 13,25 | 13,25 |
| 2007 | 13,00 | 13,00 | 12,75 | 12,50 | 12,50 | 12,00 | 11,50 | 11,50 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 11,25 |
| 2008 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 11,75 | 11,75 | 12,25 | 13,00 | 13,00 | 13,75 | 13,75 | 13,75 | 13,75 |
| 2009 | 12,75 | 12,75 | 11,25 | 10,25 | 10,25 | 9,25 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 8,75 |
| 2010 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 9,50 | 9,50 | 10,25 | 10,75 | 10,75 | 10,75 | 10,75 | 10,75 | 10,75 |
| 2011 | 11,25 | 11,25 | 11,75 | 12,00 | 12,00 | 12,25 | 12,50 | 12,50 | 12,00 | 11,50 | 11,50 | 11,00 |

Fonte: IPEADATA

Gráfico 2.1

7



A manutenção de elevadas taxas de juros e a elevação das metas fiscais no primeiro mandato do governo Lula se fundamentou na importância da coordenação de expectativas, especialmente relevante no caso do Brasil, pelo

histórico de inflação alta e resistente à baixa (Bevilacqua et alli (2008)²⁰, Fraga Neto (2011), Minella e Sobrinho (2009)) e, em termos concretos, contribuiu para a apreciação da moeda doméstica (esperada pelos investidores em decorrência do consenso quanto à excessiva depreciação do real). Este comprometimento com a estabilidade monetária foi reafirmado, em junho de 2003, quando são definidas as metas de inflação para 2004 e para 2005 de, respectivamente, 5,5 pontos percentuais ao ano e 4,5 pontos percentuais ao ano, com uma margem de tolerância de 2,5 pontos percentuais.

Como resultado desta política, no final de 2003, a expectativa de inflação do mercado para 2004 era de 6,0 pontos percentuais ao ano, mas em contrapartida à queda da inflação, houve também retração do consumo e do investimento. A taxa de investimentos, em percentual do PIB, por exemplo, decresceu entre 2002 e 2003 e atingiu seu patamar mais baixo em 2003, inferior inclusive ao primeiro trimestre de 2009, quando a economia se retraiu em decorrência da crise financeira suscitada pela falência do Lehman Brothers (Tabela 2.4). A elevação da taxa Selic implicava que a rentabilidade dos investimentos deveria ser compatível com juros reais da ordem de 16,4 pontos percentuais ao ano, em um cenário de deterioração das expectativas (associada à queda esperada da demanda agregada). Este cenário levou a

²⁰ Bevilacqua, A.; Mesquita, M. and Minella, A. (2008).

desaceleração do crescimento do PIB, que se eleva somente 1,15 pontos percentuais, em 2003.

Tabela 2.4.

Taxa de Investimento (preços de 2006) 1994 a 2011

em % do PIB

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1o Trimestre | 15,95 | 18,00 | 15,90 | 17,25 | 17,64 | 16,16 | 15,45 | 16,46 | 14,61 | 14,43 | 14,03 | 13,80 | 14,79 | 15,37 | 16,62 | 14,77 | 17,54 | 18,32 |
| 2o Trimestre | 15,67 | 17,36 | 16,52 | 17,50 | 17,57 | 15,99 | 16,03 | 15,93 | 14,34 | 13,13 | 13,91 | 13,93 | 14,60 | 15,66 | 17,11 | 15,14 | 17,70 | 18,19 |
| 3o Trimestre | 15,40 | 15,50 | 16,14 | 17,24 | 17,02 | 15,36 | 15,76 | 15,73 | 14,48 | 13,39 | 14,48 | 14,56 | 15,14 | 16,55 | 18,42 | 17,01 | 19,13 | 19,20 |
| 4o Trimestre | 16,88 | 14,98 | 16,72 | 16,71 | 16,23 | 15,19 | 15,84 | 14,45 | 14,33 | 13,55 | 13,81 | 14,18 | 15,09 | 16,37 | 16,89 | 17,58 | 18,55 | |

Fonte: IPEADATA

O Banco Central, em 2004, teve que lidar com a deterioração das expectativas inflacionárias. Em decorrência da política monetária contracionista colocada em prática pelos Estados Unidos, o real desvalorizou-se perante o dólar e repercutiu sobre as expectativas inflacionárias. A partir de setembro, houve um novo movimento altista da taxa de juros Selic, que cresce ininterruptamente, de 16% a.a., em agosto de 2003, para 19,75 pontos percentuais a.a., em maio de 2004.

A partir de maio de 2004, a taxa Selic começou uma trajetória descendente que, somente em abril de 2008, no limiar do agravamento da crise do subprime, é revista. Não obstante os juros estivessem em queda até abril-julho de 2008, a condução da política monetária pelo Banco Central, comprometida com o Regime de Metas de Inflação, significou a manutenção de elevadas taxas de juros para o padrão internacional. Apesar dos altos juros, a

economia começou a mostrar sinais de dinamismo. Argumenta-se que o governo Lula gradualmente buscou contornar a contração imposta pelo Regime de Metas de Inflação à demanda agregada com a suavização da política monetária através do uso das políticas creditícia e fiscal.

Em primeiro lugar, identifica-se um descolamento do custo do crédito da evolução da Selic. Teoricamente, a taxa de juros Selic serve como referência para as demais. Ou seja, as demais taxas de juros supostamente são arbitradas a partir da taxa Selic. Na prática, contudo, houve um descolamento de custo de diferentes modalidades de financiamento da Taxa Selic. Mesmo que a taxa de juros cobrada fosse superior à Selic, inovações financeiras (tais como o crédito consignado e novas regras de alienação fiduciária para o financiamento de automóveis) no crédito ao consumidor, a nova legislação sobre falência para a pessoa jurídica e a atuação do BNDES na oferta de crédito às empresas levaram a que houvesse redução do custo do financiamento à pessoa física e à jurídica e/ou aumento da oferta de recursos pelo setor financeiro. O principal instrumento do Banco Central para parametrizar a política monetária, a taxa Selic, não teria servido como referencial para todas as operações de crédito. Portanto, houve um primeiro canal de vazamento (a ser discutido amiúde no Capítulo 4)

Em segundo lugar, a manutenção do superávit primário elevado escamoteou uma revisão no padrão de gastos do governo federal. Ou seja, o gasto cresceu

em termos reais e foi redistribuído de acordo com critérios não condizentes com uma perspectiva liberal (vide Capítulo 3). A mudança na composição dos gastos públicos levou a um fenômeno denominado de falácia da composição. Os aspectos redistributivos associados ao gasto social e o aumento dos investimentos (especialmente após 2007) permitiram que a política fiscal desempenhasse um papel diferente daquele esperado pela teoria macroeconômica do Novo Consenso.

Isto não significa que a autoridade monetária desconsiderasse os efeitos sobre a demanda agregada destas medidas alternativas, conforme é sintetizado por Fraga Neto (2011):

“A partir da superação da crise de 2002/3, a economia entrou em ritmo acelerado de crescimento, sustentado pelo boom global e por uma rápida expansão do crédito doméstico. Superada uma fase de aquecimento que exigiu a manutenção de juros elevados em 2004/5, a taxa de juros real entrou outra vez em trajetória de queda, tendo, no ciclo mais recente, atingido um patamar médio de 8%-9%. Durante esse período, os principais obstáculos a uma queda maior dos juros foram os crescimentos acelerados da demanda interna, do crédito e dos gastos públicos.” (Fraga Neto (2011): p. 32).

Entretanto, o fato de o RMI lidar com a inflação por meio da manipulação da demanda agregada levou a que a resposta a qualquer pressão inflacionária, fosse ela derivada de um choque de oferta ou de demanda, implicasse elevação da taxa de juros. Assim, o crescimento econômico muitas vezes se deu a despeito da política monetária.

Barbosa Filho (2009) fundamenta teoricamente a tendência de a economia crescer morosamente em regimes de metas de inflação. Segundo o autor:

“O perigo aqui [em uma economia que adota o sistema de metas de inflação e está em processo de aceleração do crescimento, como o Brasil] é que, devido ao lento crescimento no passado, qualquer forte aceleração do crescimento tende a gerar um hiato do produto aparentemente elevado no curto prazo. Logo, se a autoridade monetária interromper a aceleração do crescimento muito cedo, não haverá tempo para que as estimativas do hiato do produto capturem a mudança estrutural na economia. O resultado final é que: ou a economia nunca “decola”, ou ela decola muito lentamente, se é que isso é possível. (...)”. (Barbosa Filho (2009): p. 55)

Ademais, Arestis, de Paula e Ferrari-Filho argumentam que:

“(...) As conseqüências de taxas de juros elevadas são por demais conhecidas: (i) sérias restrições ao crescimento econômico, visto que o custo do crédito encarece, afetando, assim, as expectativas de investimento dos empresários; e (ii) o aumento da dívida pública, que é constituída principalmente por títulos públicos indexados à taxa Selic (...)”(Arestis, de Paula e Ferrari (2009): p 17)

A elevação dos juros não conseguiu efetivamente ter efeitos mais expressivos sobre a inflação também por certas peculiaridades na formação dos preços no Brasil. As privatizações, na década de 1990, de importantes serviços públicos, como telefonia e eletricidade, levou a que contratos de reajustes de preços fossem realizados, estipulando critérios de reajuste baseados no Índice Geral de Preços - IGP. Introduzia-se um importante componente inercial na inflação e reforçava-se o impacto do câmbio sobre a inflação, pois as oscilações da taxa de câmbio são potencializadas/amplificadas no IGP. Portanto, a apreciação do real perante o dólar afetava o IGP-DI e este era o parâmetro para o reajuste de

tarifas da telefonia e de eletricidade. (Arestis, de Paula e Ferrari-filho (2009)). Arestis, de Paula e Ferrari-filho (2009) calculam que os preços administrados responderam por 28% da variação do IPCA.²¹ A apreciação cambial repercute direta e indiretamente sobre o IPCA. Assim, Arestis, de Paula e Ferrari-filho (2009) argumentam que:

“(...) Sob essas condições, a política monetária pode ter efeito sobre determinados preços de mercado, mas, todavia, não é muito eficiente no controle dos preços administrados. Considerando a importância dos preços administrados na determinação da taxa de inflação brasileira, as pressões inflacionárias acabam resultando no aumento mais do que o necessário das taxas de juros, por parte do BCB, para restringir a inflação gerada pelos preços de mercado. Isso ocorre porque o BCB deve considerar os choques secundários que emanam dos choques dos preços administrados”. (Arestis, de Paula e Ferrari (2009): p 22)

Não obstante tenham ocorrido vazamentos, o Regime de Metas de Inflação, de fato, preponderou ao longo do governo Lula. Ainda que o embate sobre os limites e possibilidades da coordenação macroeconômica tenha conduzido a um crescente dissenso no âmbito do governo, o regime ortodoxo circunscrevia os limites da política monetária. O Banco Central operava a política monetária com a finalidade de compensar o impacto sobre a demanda em decorrência do crédito e dos gastos do governo. A atuação do Banco Central, contudo, sequer em tempos normais, conseguiu neutralizar os efeitos destas políticas por meio da taxa de juros.

²¹ Arestis, de Paula e Ferrari-filho (2009), p.19

Contudo, ainda que os efeitos da política monetária sobre a demanda fossem atenuados, quando não neutralizados, em decorrência do aumento real e da reestruturação dos gastos públicos e das mudanças na política creditícia, os juros elevados repercutiram sobre a taxa de câmbio. Assim, segundo Arestis, de Paula e Ferrari-Filho:

“ (...) Estudos empíricos mostram que as Autoridades Monetárias utilizam as taxas de juros não só para controlar a inflação diretamente, mas, também, para influenciar a taxa câmbio, tentando controlar as pressões sobre esta, evidenciando um comportamento do tipo “fear of floating” (...)”(Arestis, de Paula e Ferrari (2009): p 17)

2.3.2. Regime de Metas de Inflação e a Crise do Subprime

A quebra do Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 provocou uma retração da liquidez mundial em resposta ao aumento de incerteza. A dimensão do problema não estava delineada e havia receio dos impactos sobre o mercado financeiro e sobre a economia real em decorrência dos efeitos em cadeia da crise.

A crise internacional rebateu sobre o Brasil através de uma contração do crédito privado, uma saída de capitais abrupta (em decorrência da necessidade de capitalização por parte dos fundos de investimento e do aumento da preferência pela liquidez), uma deterioração dos termos de troca (com a queda de preços das commodities no mercado internacional), e uma atitude defensiva dos empresários e dos consumidores (que se manifestou com a postergação

dos planos de investimento e de consumo). Deste modo, a recessão mundial teve como contrapartida, inicialmente, a depreciação cambial e uma queda expressiva do preço das ações (o Índice Bovespa caiu de 52.392 pontos, em 12/09/08, para 29.435, em 27/10/08, no ápice da crise).

O governo brasileiro em resposta à deterioração do cenário internacional adotou medidas monetárias e fiscais sob a alegação de atenuar os efeitos deletérios sobre a economia brasileira. Podem-se desagregar as medidas tomadas com a intenção de revidar a recessão em três diferentes tipos [Barbosa e Souza (2010)]. O primeiro refere-se a medidas emergenciais, circunscritas ao esforço de superação da crise. Em segundo lugar, programas que já estavam em vigor e que foram ampliados e/ou revigorados. Por fim, programas criados no bojo da crise, mas que passam a integrar a estratégia de longo prazo do governo. Estas medidas são tratadas ao longo dos capítulos 3 e 4.

Já estava configurada uma cisão no âmbito do governo federal quanto ao encaminhamento da política macroeconômica quando eclodiu a crise internacional em 2008. A crise dissipou as resistências à ênfase na demanda, particularmente a partir de janeiro de 2009. A necessidade de se contrapor ao aumento da preferência pela liquidez e à tendência à contração da produção levaram a flexibilização da política monetária, com a redução da taxa Selic de 13,75 pontos percentuais ao ano, em dezembro de 2008, para 8,75 pontos

percentuais ao ano, em julho de 2009, e as políticas realizadas para estimular a demanda não tiveram como contrapartida a elevação da taxa de juros.

Há duas questões relevantes com relação à condução da política monetária. Em primeiro lugar, constata-se a demora na resposta do Banco Central à crise. Após a elevação da taxa selic de 11,25 pontos percentuais ao ano, em abril de 2008, para 13,75 pontos percentuais ao ano, em setembro de 2008, o Banco Central manteve a taxa neste elevado patamar até dezembro de 2008. Araujo e Gentil (2011) argumentam que o Banco Central se pautava na tese de descolamento dos mercados emergentes. A deterioração dos indicadores de atividade econômica no quarto trimestre de 2008, com, por exemplo, a retração da produção industrial em 28 pontos percentuais e a elevação do desemprego, e a consequente queda do PIB (que decresce 2,9 no quarto trimestre de 2008 quando comparado ao trimestre anterior), levaram o Banco Central rever sua postura e iniciar um processo de afrouxamento da política monetária.

Uma segunda questão relevante consiste no modo como ocorre o afrouxamento da política monetária do Banco Central. A queda da taxa Selic ocorreu gradualmente e decresceu de 13,75 pontos percentuais ao ano para 8,75 pontos percentuais ao ano em seis meses. Ou seja, o Banco Central demorou a responder à crise e quando o fez reduziu os juros somente para 8,75 pontos percentuais. Quando se compara com o restante da série, efetivamente este foi o menor patamar da série desde que se adotou o Regime

de Metas de Inflação, mas, ainda assim, foi comum a resposta de outros países ter sido muito mais enfática do que a do governo brasileiro em termos de política monetária (Araujo e Gentil (2011)).

Não obstante às críticas que se teça à condução da política monetária pelo Banco Central, quando se analisa o conjunto de medidas implementadas pelo governo brasileiro para lidar com os efeitos do agravamento da crise financeira do *subprime*, subsequente à falência do Lehman Brothers, inquestionavelmente, houve um afrouxamento da política monetária.

O afrouxamento da política monetária, em um contexto de política fiscal e creditícia ativas, levou a que as flutuações de renda fossem atenuadas, suavizando o impacto da crise internacional sobre a economia brasileira em um contexto de aversão ao risco e, conseqüentemente, de aumento pela preferência pela liquidez. Assim, a articulação das políticas monetária e fiscal permitiu estabelecer as condições para um novo ciclo de crescimento calcado na demanda.

Cabe ressaltar que o fato de o Brasil ter sido alçado à categoria de *investment grade* ao longo de 2008-2009 pela maioria das agências internacionais de avaliação de risco facilitou que o fluxo de capitais destinado ao país voltasse a crescer já em 2009. A mudança da percepção do risco-país, adicionada à recuperação dos preços das commodities, ajudou a transição em direção à

retomada do crescimento, pois contribuiu para a redução da inflação, ao estimular a apreciação do real, e deixou o país, ao menos temporariamente, em uma situação mais confortável.

Assim, o cenário recessivo internacional, em 2009, ampliou o espaço para a adoção de medidas estruturais, de natureza keynesiana, articuladas no âmbito de políticas fiscal e monetária. Os meios utilizados para contornar a rigidez do Regime de Metas de Inflação e estimular a demanda serão discutidos nos capítulos 4 e 5. Estes capítulos abordam respectivamente a política fiscal e a evolução do crédito ao longo do governo Lula e discutem a resposta à crise de 2008 como uma derivação lógica de políticas adotadas entre 2003 e 2008.

2.4. À Guisa de Conclusão

O Regime de Metas de Inflação efetivamente conseguiu manter a inflação, no Brasil, no intervalo esperado desde 2004. A política de altos juros busca deter os impulsos da demanda, como forma de alcançar a estabilidade de preços, e, conseqüentemente, tende a atenuar o ritmo de crescimento do PIB no curto prazo.

Aqui cabe mencionar que, como resposta ao agravamento da crise financeira do subprime em 2008, o Banco Central reduziu os juros, afrouxando a política

monetária, ainda que, quando se tem como referência a experiência internacional, os juros mantiveram-se relativamente elevados. Mesmo assim, a política monetária menos restritiva, em um contexto de políticas fiscal e creditícia ativas, facultou a coordenação das políticas macroeconômicas e contribuiu para suavizar as oscilações da renda.

Constata-se que, mesmo na crise, o RMI foi parâmetro para a condução da política macroeconômica. E adoção do RMI tem implicações não triviais sobre a atividade econômica.

O modelo Clarida, conforme colocado no capítulo 1, sugere a retração da atividade econômica, se necessário, para lidar com choques de demanda e de oferta. Esta posição se justifica na medida em que o modelo Clarida concorda com a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo. Portanto, no longo prazo, os efeitos da política monetária sobre variáveis reais tendem a se dissipar e o produto retoma a sua trajetória potencial, ditada pela oferta.

Entretanto, se a hipótese de neutralidade da moeda for substituída pela não neutralidade, a retração do produto, no curto prazo, implica uma perda permanente. Ou seja, o crescimento não realizado hoje não será recuperado necessariamente amanhã. Isto se deve à crença de que a política macroeconômica afeta a trajetória de crescimento no longo prazo.

Portanto, as implicações do RMI sobre a trajetória do crescimento de longo prazo dependem do modelo macroeconômico utilizado como referencial teórico.

3. Política Fiscal

O modelo macroeconômico associado ao Regime de Metas de Inflação (RMI), no plano teórico, atribui à política fiscal um papel essencial para a condução da política macroeconômica. A política fiscal deve ser orquestrada de maneira a não pressionar a demanda agregada e, portanto, a atuar de modo complementar à política monetária. O papel desempenhado pela política fiscal restaura o pressuposto de existência de *crowding out* e está em consonância com o conceito de produto potencial²². Esta concepção, formulada na teoria macroeconômica clássica e revigorada nas correntes teóricas monetarista, novo-clássica e novo-keynesiana, considera que os gastos do governo e os da iniciativa privada concorrem entre si por recursos. Portanto, uma política fiscal expansionista implicaria uma retração do consumo e do investimento privados.

²² Importantes canais de *crowding out* na teoria do Novo Consenso foram descritos na seção 1.2.3.2., quando se discute política fiscal. Em síntese, o primeiro canal supõe a indução do *crowding out* pela resposta do Banco Central a déficit do governo, por intermédio de aumento da taxa de juros, com a finalidade de neutralizar o impacto dos gastos do governo sobre a demanda agregada, enquanto o segundo se baseia na hipótese de equivalência ricardiana.

Segundo esta visão, o ajuste das contas públicas contribuiria para conduzir a economia em direção ao equilíbrio de longo prazo com juros menores.

Adotaram-se, no Brasil, assim como em outros países da América Latina, políticas fiscal e monetária articuladas em modelos identificados com teorias de natureza liberal desde meados da década de 1990. Estas políticas, disseminadas e popularizadas nas administrações Ronald Reagan (Presidente dos Estados Unidos entre 1981 e 1989), nos EUA, e Margareth Thatcher (Primeira-ministra da Grã-Bretanha entre 1979 e 1990), no Reino Unido, foram sintetizadas pelas medidas conhecidas como Consenso de Washington.

As medidas, embora não se restrinjam ao gerenciamento do governo, delineiam o escopo da política fiscal. Segundo Batista (1994), estas medidas podem ser resumidas, na área estritamente fiscal, em:

- i. reorganização das despesas públicas;
- ii. reforma tributária;
- iii. disciplina Fiscal.

A visão liberal reflete a concepção de que o governo deve interferir o mínimo na economia. Deste modo, a estrutura tributária, a natureza das despesas do governo, assim como o resultado fiscal do setor público devem ser neutros sob o ponto de vista de alocação dos fatores de produção, pois as forças do

mercado conduziriam à eficiência de Pareto e à maximização da função utilidade da sociedade. (Stiglitz, 2000)

Nesta direção, o modelo tributário do Consenso de Washington sugere combinar uma base de arrecadação ampla e uma estrutura de alíquotas tributárias marginais com pouca dispersão. Esta combinação propende a ser regressiva, pois tende a impor um gravame maior sobre as classes de menor poder aquisitivo, mas seria mais neutra sob o ponto de vista de alocação de fatores de produção.

Por sua vez, a despesa pública no modelo liberal enfatiza os gastos com educação primária, saúde e infraestrutura (especialmente por meio da oferta de bens públicos), com a finalidade de estimular o crescimento e reduzir a pobreza. (Williamson, 2004). Segundo Williamson:

“(...) public expenditure should be redirected from non-merit subsidies, defense, and administration toward things like primary education, health, and infrastructure that would be both pro-growth and pro-equity.”

Perante a constatação de desigualdade social e mediante uma determinada função de bem estar da sociedade, o governo deveria reordenar os seus gastos de modo a criar condições para que todos participem do mercado em igualdade de condições. Entretanto, adeptos do liberalismo não concordam, por exemplo, com a adoção de uma política em prol da fixação de um salário mínimo ou de concessão de subsídios, pois tais políticas distorcem a alocação

dos fatores de produção. Assim, segundo uma perspectiva liberal, a reestruturação das despesas deve redirecioná-las com a finalidade de preservar as qualidades de auto-ajuste presentes na economia e resguardar o equilíbrio fiscal.

A disciplina fiscal, defendida pelo Consenso de Washington, recomenda uma política fiscal de orçamento equilibrado e é consistente com o papel desempenhado pela política fiscal na teoria do Novo Consenso.

No Brasil, a adoção do regime de metas de inflação, em 1999, implicou, na política fiscal, o compromisso com a disciplina fiscal e levou a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em maio de 2000²³. Esta lei foi aprovada com a intenção de resguardar o equilíbrio fiscal. O comprometimento de Lula, ainda em campanha, com a política macroeconômica adotada pelo governo Fernando Henrique Cardoso (conforme discutido no capítulo 2) implicou a parametrização da gestão das contas públicas no Brasil pela LRF ao longo do governo Lula. Assim sendo, a LRF inicia o debate sobre a política fiscal na seção 3.1 deste capítulo.

A fixação de metas anuais de superávit primário e de endividamento, previstas na LRF, assim como o comprometimento em alcançá-las (evitando, por exemplo, medidas extraordinárias que colocam em cheque o efetivo

²³ Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000.

comprometimento com as metas fiscais), revela uma política fiscal consistente com o RMI. As metas de superávit primário do Governo Lula, assim como a trajetória das necessidades de financiamento do setor público consolidado (NFSP) e da dívida líquida do setor público consolidado (DLSP)²⁴, são abordadas na seção 3.2.

Posteriormente, o modo como foi articulada estrategicamente a política fiscal, assim como suas implicações sobre o gasto e seus efeitos macroeconômicos, serão abordados na seção 3.3. Esta seção inicia-se com apresentação das diretrizes gerais do Plano Plurianual 2004-2007 (subseção 3.3.1). Subsequentemente, a análise da evolução da receita e da despesa do governo central permite identificar como foi alcançado o resultado do Tesouro Nacional (ou seja, como foi construído o superávit primário do governo central segundo o conceito “acima da linha”) (subseção 3.3.2). Discriminam-se aí os principais programas na área social e os investimentos. A composição da despesa, mostrada na subseção 3.3.3, é fundamental para compreender as mudanças empreendidas no Governo Lula e porque este não pode ser classificado como um governo liberal tradicional. Os efeitos macroeconômicos da política do governo (expostos na subseção 3.3.4) contribuíram para o fenômeno de aumento não linear da renda em prol dos mais pobres e não podem ser

²⁴ Estas estatísticas são utilizadas, respectivamente, como parâmetro para avaliar o cumprimento das metas de superávit primário e endividamento

atribuídos a um Estado mínimo defendido pela teoria liberal, nem às políticas macroeconômicas sugeridas pelo Novo Consenso.

Deste modo, a ambivalência do governo Lula na condução da política macroeconômica esteve presente no âmbito da política fiscal. Ainda que o governo Lula tenha aderido ao RMI, quando se analisa detalhadamente a política fiscal, entre 2003 e 2010, constata-se que crescentemente algumas das medidas foram subvertidas, criando espaço para a implementação de um Estado que não pode ser identificado como liberal *stricto sensu*. Esta conformação da política fiscal foi delineada ainda em 2003, no Plano Plurianual 2004-2007, e ganhou vigor, no segundo mandato do governo Lula, com a implementação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

Em suma, a compreensão do modo como o governo Lula conduziu a política macroeconômica, em um mundo crescentemente liberal, costurando interesses de diferentes agentes e articulando uma base partidária fragmentada sob a liderança do Partido dos Trabalhadores (PT), está calcada na esfera da política fiscal.

3.1. Lei de Responsabilidade Fiscal: a contraparte fiscal do Regime de Metas de Inflação

A LRF pode ser compreendida em uma tentativa de reorganização do Estado brasileiro, possível pelo fim da indexação da economia com a implementação

do Plano Real. Após 1994, houve uma tentativa de reestruturação do Estado brasileiro, com um movimento de redução (com o processo de privatização) e racionalização do Estado (com a introdução do Estado gerencial defendido por Bresser Pereira) - Presidência da República (1995); Bresser-Pereira (2000)). A LRF complementa estes esforços, pois busca organizar as finanças públicas em um Estado Federativo. Além disso, a LRF (Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000) foi a contraparte fiscal do RMI.

Assim, a LRF considera que:

“Art. 31. Se a dívida consolidada de um ente da Federação ultrapassar o respectivo limite ao final de um quadrimestre, deverá ser a ele reconduzida até o término dos três subseqüentes, reduzindo o excedente em pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) no primeiro.

§ 1º Enquanto perdurar o excesso, o ente que nele houver incorrido:

(...)

II - obterá resultado primário necessário à recondução da dívida ao limite, promovendo, entre outras medidas, limitação de empenho, na forma do art. 9º.”

Com a finalidade de preventivamente evitar a ocorrência de desequilíbrios fiscais e financeiros, a LRF previa que:

“Integrará o projeto de lei de diretrizes orçamentárias Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da

dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes.”
(Lei Complementar 101, de 2000: artigo 4, parágrafo primeiro)

Estas metas fiscais, a serem definidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, deveriam balizar a condução da política fiscal e seriam referenciais para se avaliar os fundamentos macroeconômicos da economia, pois assegurariam a solvência do setor público.

O papel desempenhado pela LRF é compreensível também em termos federativos e em um determinado contexto histórico. Ainda que a importância do superávit primário fosse considerada evidente pela equipe responsável pela condução da política macroeconômica na esfera federal, a organização federativa do Estado brasileiro requeria que os governos subnacionais também contribuíssem para o superávit primário do setor público consolidado.

Logo após a implementação do Plano Real, os governos estaduais e municipais (especialmente os primeiros) defrontaram-se com desequilíbrios de natureza fiscal e financeira. Em linhas gerais, a alta inflação que caracterizou o ambiente macroeconômico doméstico até o Plano Real dificultava a identificação de problemas na gestão governamental. Após 1994, a impossibilidade de manter os antigos mecanismos de ajuste das contas (calcado no descasamento das despesas e receitas: postergavam-se as

despesas governamentais de modo a ajustá-las às receitas tributárias²⁵) levou ao desequilíbrio fiscal e agravou a situação financeira do setor público. Esta crise foi mais intensa no caso dos governos subnacionais (especialmente, nos estados), pois a União dispunha de maior grau de manobra para lidar com desequilíbrios fiscal-financeiros.

O Programa de Reestruturação Fiscal e Financeira, negociado entre a União e os Estados em 1997-1998 e parametrizado pela Lei 9496/97, de 11 de setembro de 1997, condicionou o refinanciamento das dívidas estaduais a um rigoroso ajuste fiscal. A reestruturação do passivo dos governos estaduais e o controle ao endividamento no âmbito subnacional foram um importante avanço na organização das finanças estaduais e municipais, que se encontravam completamente desestruturadas em meados da década de 1990. Como contrapartida à renegociação da dívida, e os estados passaram arcar com o ônus do refinanciamento e pagar os serviços da dívida. Este processo assegurou a geração de superávits primários expressivos e a contribuição dos governos subnacionais para o esforço macroeconômico.

²⁵ Na literatura, tal efeito é conhecido como efeito Bacha ou “efeito Tanzi às avessas” – segundo o qual, a queda da inflação leva a um aumento das receitas tributárias em decorrência da existência de uma defasagem entre fato gerador do tributo e arrecadação. No caso do Brasil, o longo período convivendo com elevadas taxas de inflação levou à criação de mecanismos defensivos que buscaram contornar os efeitos da indexação. No âmbito do setor público, houve uma crescente redução do tempo decorrido entre fato gerador e arrecadação, minimizando os custos da inflação.

A LRF reforçou as diretrizes já estabelecidas no âmbito do Programa de Reestruturação Fiscal e Financeira e estabeleceu as premissas para que tanto governo federal quanto subnacionais tivessem como principal objetivo o equilíbrio fiscal compatível com o RMI. Assim, a LRF desempenha um papel fundamental para a condução da política macroeconômica em um Estado organizado federativamente, na medida em que enquadrou, por intermédio de uma Lei Complementar, os governos subnacionais. (Mora (2000)).

Por fim, cabe mencionar que a LRF caracteriza-se como um arcabouço institucional abrangente e não se restringe somente a definição de metas de superávit primário. Outras dimensões da LRF, fundamentais em um país como o Brasil, que se caracteriza pela dificuldade de distinguir o público e o privado (Holanda (1996)) e pelas relações pouco transparentes entre União e entes da federação (Mora (1997)), camuflam a ênfase excessiva na obtenção do equilíbrio fiscal. Ou seja, a lei representou um avanço em diferentes sentidos, mas foi aprovada com a finalidade de sedimentar uma política fiscal condizente com o RMI. E a suposição de que a trajetória da dívida do setor público está atrelada à geração de superávits primários (suposta na LRF) é passível de críticas, pois a trajetória na dívida não é condicionada somente pelo resultado fiscal: o crescimento econômico também desempenha um papel fundamental.

3.2. Necessidades de Financiamento do Setor Público e Dívida Pública²⁶

O conceito de Necessidades de Financiamento contabiliza a diferença entre o endividamento do setor público em dois pontos no tempo como procedimento metodológico para identificar o resultado fiscal conhecido como “abaixo da linha”. Assim, o sinal negativo significa uma redução do endividamento e, portanto, um superávit primário. A diferença entre a necessidade de financiamento primária e nominal consiste nos juros nominais pagos pelo governo.

Este conceito frequentemente é utilizado para avaliar a robustez dos fundamentos fiscais da política macroeconômica, pois segundo a perspectiva consolidada pelos defensores do RMI e colocada por Velloso et alli (2009):

“As metas anuais de superávit primário constituem peça fundamental da política fiscal, com dois objetivos básicos:

1. sinalizar ao mercado que o governo é capaz de garantir a solvência do setor público (controlar a relação dívida-PIB);
2. permitir o controle da demanda agregada, seja para reequilibrar o balanço de pagamentos, seja para controlar a inflação.” Velloso et alli (2009): p. 16)

Deste modo, as metas de superávit primário, expressas em termos das Necessidades de Financiamento do Setor Público Consolidado (NFSP), são utilizadas como parâmetro para aferir o grau de comprometimento da política

²⁶ Ao longo desta seção, o interessante trabalho de Afonso (2012) foi muitas vezes consultado como referência em diferentes temas.

fiscal com o RMI (conforme Capítulo 1), pois simbolizam a capacidade de pagamento da dívida pelo governo. Sob a ótica do RMI, uma elevação da meta de superávit primário garante mais recursos para o pagamento dos juros, com uma repercussão positiva sobre a trajetória da dívida; e a possibilidade de redução da taxa de juros referencial SELIC pela menor pressão exercida pelos gastos públicos sobre a demanda agregada.

3.2.1. Superávit Primário no Conceito “abaixo da linha”

Nesta seção será abordado o papel desempenhado pela LRF na condução da política fiscal e as consequências desta política sobre a evolução do superávit primário do setor público consolidado.

O RMI, adotado no Brasil em 1999, exigia o ajustamento fiscal no âmbito federal e subnacional para a obtenção de superávits primários expressivos, condizentes com o modelo macroeconômico em vigor. Discutida desde 1999 e aprovada em maio de 2000, a LRF exerceu uma função essencial na condução da política fiscal desde então. Criou-se, por meio da lei, um arcabouço institucional, consistente com o RMI, que transformou a geração de superávits primário em uma política de Estado.

O papel desempenhado pela política fiscal na condução da política macroeconômica era praticamente consensual na equipe econômica no governo federal tanto na gestão de Fernando Henrique Cardoso, quanto no

primeiro mandato do governo Lula, e implicava metas de superávit primário elevadas.

Assim, o comprometimento com o RMI no primeiro mandato do governo Lula foi corroborado, em 2003, com a elevação da meta de superávit primário para o governo federal, de modo a ser compatível com um superávit do setor público consolidado de 3,75 pontos percentuais do PIB (Lei nº 10.524, de 25 de julho de 2002, mais conhecida como Lei de Diretrizes Orçamentárias 2003) para 4,25 pontos percentuais do PIB (Decreto 4.591, de 10 de fevereiro de 2003), e com a consequente geração de um superávit 4,32 pontos percentuais do PIB, superior à meta (STN (2004); IPEA (2004)).

A meta de superávit primário de 4,25 pontos percentuais do PIB prevaleceu até 2007 e foi alcançada em todos os anos ((STN (2004), STN (2005); STN (2006) STN (2007)). Em 2007, a lei 11.477, de 29/05/2007, reduziu a meta de superávit primário de 4,25 pontos percentuais do PIB para 3,80 pontos percentuais do PIB. A LDO de 2008 e de 2009 manteve a meta do governo federal compatível com a meta de superávit primário de 3,80 pontos percentuais do PIB. Contudo, o decreto 6.867, de 29 de maio de 2009, reduziu a meta de superávit primário do governo federal com a finalidade de se alcançar um resultado fiscal da ordem de 2,50 pontos percentuais do PIB para o setor público consolidado. A LDO de 2010 já previu a elevação superávit

primário do setor público consolidado para 3,30 pontos percentuais do PIB²⁷, sendo esta meta revista para 3,10 pontos percentuais do PIB²⁸, pelo decreto 7.368, de 26 de novembro de 2010. A análise dos relatórios de avaliação dos exercícios de 2003 a 2010, previstos na LRF e produzidos quadrimestralmente pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), revela que, somente em 2009 e 2010, a meta de superávit primário prevista na LDO não foi alcançada²⁹.

Destas diretrizes, podem-se extrair três conclusões. Em primeiro lugar, os trâmites previstos na LRF foram respeitados pelo governo Lula. Em segundo, as ambiciosas metas de superávit primário consistiram em um importante indicador para avaliar tanto a política fiscal quanto o comprometimento do governo Lula com o RMI. Por fim, ainda que as metas de superávit primário tenham sido elevadas ao longo do governo Lula, houve uma gradual redução destas metas, entre o primeiro e o segundo mandato.

²⁷ STN (2009b) menciona que a meta de superávit primário de 2009 para 2010 foi reduzida de 3,80 pontos percentuais do PIB para 3,30 pontos percentuais do PIB em decorrência da supressão da Petrobras do cálculo do primário e a contribuição esperada desta empresa para o superávit do setor público consolidado equivaleria a 0,5 ponto percentual do PIB. Este procedimento será posteriormente discutido.

²⁸ STN (2010) menciona que a meta de superávit primário de 2009 para 2010 foi reduzida de 3,30 pontos percentuais do PIB para 3,10 pontos percentuais do PIB em decorrência da supressão da Eletrobrás do cálculo do primário e a contribuição esperada desta empresa para o superávit do setor público consolidado equivaleria a 0,2 ponto percentual do PIB. Este procedimento será posteriormente discutido.

²⁹ Em 2007, houve uma redução da meta de superávit primário, mas esta nova meta foi alcançada.

O próximo objetivo desta seção é analisar os dados de necessidades de financiamento do setor público consolidado e avaliar como os diferentes níveis de governo no Brasil contribuíram para a geração de superávits considerada necessária para viabilizar o modelo macroeconômico do Novo Consenso.

Inicialmente é relevante realizar dois comentários de ordem metodológica. Em primeiro lugar, em 2007, houve uma mudança metodológica na contabilização das Contas Nacionais e, conseqüentemente, na mensuração do Produto Nacional Bruto pelo IBGE, o que levou à revisão da série histórica do PIB brasileiro entre 2000 e 2006 (IBGE (2007)).

Em segundo lugar, a análise do resultado fiscal do setor público consolidado requer o uso de duas tabelas distintas em decorrência da supressão da Petrobras, em abril de 2009, e da Eletrobrás, em novembro de 2010. A série antiga de NFSP foi descontinuada e só há dados disponíveis até abril de 2009.

Segundo BCB (2012):

“A exclusão da Petrobras e da Eletrobrás se deve às características específicas das empresas, seguidoras de regras de governança corporativa similares às experimentadas pelas empresas privadas de capital aberto, e com autonomia para captar recursos nos mercados interno e externo.” (BCB (2012):p.7)

Nesta linha, STN (2009b) considera que:

“Este procedimento [exclusão da Petrobras do cálculo do primário] encontra-se em linha com a metodologia e as práticas internacionais da maioria dos países que reconhecem a situação específica de empresas que não são totalmente públicas. No caso do Grupo Petrobras, a União detém apenas 1/3 do capital social, sendo o restante pertencente ao setor privado” (STN (2009b): p.3)

Uma nova série foi reconstituída, sendo iniciada em 2001. Entretanto, a meta de superávit primário até 2009 referencia-se à série que inclui a Petrobras e a Eletrobrás. (Tabelas 3.1 e 3.2) Optou-se por manter ambas as tabelas, inclusive porque o processo de exclusão destas empresas será discutido neste capítulo e é importante para a construção da nossa hipótese.

A trajetória do superávit primário entre 2003 e 2008 está exposta na Tabela 3.1, enquanto a Tabela 3.2 compreende o período entre 2003 e 2010. Constata-se que o superávit primário do setor público consolidado entre 2003 e 2008 manteve-se superior a 3,8 pontos percentuais do PIB (Tabela 3.1)³⁰. Este resultado, emblemático, mostra o comprometimento do Governo Lula com o equilíbrio fiscal.

Tanto o governo central quanto as estatais obtiveram expressivos superávits primários entre 2003 e 2010. O resultado primário do governo central é coerente com a disciplina fiscal esperada em regimes de metas de inflação. Já

³⁰ A mudança metodológica no cálculo do PIB, conforme já mencionado, levou a uma revisão do PIB, com o aumento de seus valores nos anos de 2000 a 2006. Isto reduziu o superávit primário em termos de percentual do PIB, mas a meta prevista na LDO, em termos nominais, foi respeitada (exceto em 2007, quando a Lei 11.477, de 29/05/2007, reviu a meta de 4,25% do PIB para 3,80% do PIB).

o desempenho das estatais proveio da orientação sugerida pela equipe econômica, na medida em que estas atuam em consonância com as diretrizes de sua controladora, a União. Em termos concretos, o resultado das estatais entre 2002 e 2006 deu-se com crescimento de receitas e gastos, sendo que estes últimos a um ritmo menos acelerado. O aumento das despesas ocorreu em meio a uma reorganização dos gastos: elevação da participação proporcional dos gastos com pessoal, aquisição de material de consumo e investimento e queda dos gastos com juros. Consequentemente, observa-se um incremento expressivo do lucro líquido e da rentabilidade. (Gobetti (2010))

Assim, a reestruturação das estatais remanescentes ao processo de privatização (e, em especial da Petrobras) levou a uma contribuição positiva das estatais para o superávit primário ao longo do primeiro governo Lula.

Segundo Gobetti (2010):

“Entre 1999 e 2006, por exemplo, a contribuição direta e indireta das estatais para o superávit primário totalizou R\$ 254 bilhões em valores atualizados pelo deflator do PIB, mais do que toda a receita proveniente da alienação das estatais entre 1991 e 2002.” (Gobetti (2010): p. 55)

Tabela 3.1.

Necessidades de Financiamento do Setor Público Consolidado - Conceitos Primário e Nominal - 2003 a 2008

Inclui Eletrobrás e Petrobras

| | Em % do PIB | | | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Primário | -3,89 | -4,18 | -4,35 | -3,80 | -3,82 | -3,89 |
| Governo federal e Banco Central | -2,28 | -2,70 | -2,60 | -2,17 | -2,23 | -2,35 |
| Governo federal | -3,84 | -4,36 | -4,36 | -3,95 | -3,94 | -3,56 |
| Bacen | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,02 |
| INSS | 1,55 | 1,65 | 1,75 | 1,78 | 1,69 | 1,19 |
| Empresas Estatais | -0,80 | -0,58 | -0,77 | -0,81 | -0,46 | -0,53 |
| Empresas estatais federais | -0,56 | -0,46 | -0,61 | -0,57 | -0,45 | -0,46 |
| Empresas estatais subnacionais | -0,24 | -0,12 | -0,15 | -0,23 | -0,01 | -0,07 |
| Governos Subnacionais | -0,81 | -0,90 | -0,99 | -0,83 | -1,12 | -1,01 |
| Juros nominais | -8,54 | -6,61 | -7,32 | -6,75 | -5,99 | -5,35 |
| Governo federal e Banco Central | -5,94 | -4,09 | -6,01 | -5,31 | -4,47 | -3,17 |
| Governo federal | -6,65 | -4,41 | -6,06 | -4,95 | -4,06 | -3,58 |
| Bacen | 0,71 | 0,32 | 0,05 | -0,36 | -0,41 | 0,41 |
| INSS | | | | | | |
| Empresas Estatais | -0,20 | 0,14 | -0,06 | 0,09 | 0,08 | -0,01 |
| Empresas estatais federais | -0,10 | 0,29 | 0,05 | 0,19 | 0,16 | 0,10 |
| Empresas estatais subnacionais | -0,10 | -0,16 | -0,11 | -0,10 | -0,08 | -0,11 |
| Governos Subnacionais | -2,40 | -2,65 | -1,25 | -1,53 | -1,60 | -2,17 |
| Nominal | 4,65 | 2,43 | 2,96 | 2,95 | 2,18 | 1,46 |
| Governo federal e Banco Central | 3,66 | 1,39 | 3,41 | 3,14 | 2,24 | 0,82 |
| Governo federal | 4,36 | 1,70 | 3,45 | 2,78 | 1,80 | 1,21 |
| Bacen | -0,70 | -0,31 | -0,04 | 0,37 | 0,44 | -0,39 |
| INSS | | | | | | |
| Empresas Estatais | -0,60 | -0,71 | -0,70 | -0,89 | -0,54 | -0,52 |
| Empresas estatais federais | -0,46 | -0,75 | -0,66 | -0,76 | -0,61 | -0,56 |
| Empresas estatais subnacionais | -0,13 | 0,04 | -0,04 | -0,14 | 0,07 | 0,04 |
| Governos Subnacionais | 1,59 | 1,75 | 0,25 | 0,70 | 0,48 | 1,16 |

Fonte: BCB . Séries Temporais - Séries Especiais

Tabela 3.2.

Necessidades de Financiamento do Setor Público Consolidado - Conceitos Primário e Nominal - -2003 a 2010
Sem Eletrobrás e Petrobras

| | Em % do PIB | | | | | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Primário | -3,27 | -3,72 | -3,79 | -3,20 | -3,31 | -3,42 | -2,00 | -2,70 |
| Governo federal e Banco Central | -2,28 | -2,70 | -2,60 | -2,17 | -2,23 | -2,35 | -1,31 | -2,09 |
| Governo federal | -3,84 | -4,36 | -4,36 | -3,95 | -3,94 | -3,56 | -2,65 | -3,24 |
| Bacen | 0,01 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,01 |
| INSS | 1,55 | 1,65 | 1,75 | 1,78 | 1,69 | 1,19 | 1,32 | 1,14 |
| Empresas Estatais | -0,18 | -0,12 | -0,20 | -0,20 | 0,05 | -0,06 | -0,04 | -0,06 |
| Empresas estatais federais | 0,06 | 0,00 | -0,04 | 0,03 | 0,06 | 0,01 | 0,05 | 0,02 |
| Empresas estatais subnacionais | -0,24 | -0,12 | -0,15 | -0,23 | -0,01 | -0,07 | -0,09 | -0,08 |
| Governos Subnacionais | -0,81 | -0,90 | -0,99 | -0,83 | -1,12 | -1,01 | -0,65 | -0,55 |
| Juros nominais | 8,51 | 6,62 | 7,36 | 6,83 | 6,11 | 5,46 | 5,28 | 5,18 |
| Governo federal e Banco Central | 5,94 | 4,09 | 6,01 | 5,31 | 4,47 | 3,17 | 4,62 | 3,30 |
| Governo federal | 6,65 | 4,41 | 6,06 | 4,95 | 4,06 | 3,58 | 4,71 | 3,77 |
| Bacen | -0,71 | -0,32 | -0,05 | 0,36 | 0,41 | -0,41 | -0,08 | -0,47 |
| INSS | | | | | | | | |
| Empresas Estatais | 0,17 | -0,12 | 0,11 | -0,01 | 0,03 | 0,12 | 0,07 | 0,07 |
| Empresas estatais federais | 0,07 | -0,28 | -0,01 | -0,11 | -0,05 | 0,00 | 0,01 | -0,01 |
| Empresas estatais subnacionais | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 |
| Governos Subnacionais | 2,40 | 2,65 | 1,25 | 1,53 | 1,60 | 2,17 | 0,58 | 1,81 |
| Nominal | 5,24 | 2,90 | 3,58 | 3,63 | 2,80 | 2,04 | 3,28 | 2,48 |
| Governo federal e Banco Central | 3,66 | 1,39 | 3,41 | 3,14 | 2,24 | 0,82 | 3,31 | 1,21 |
| Governo federal | 4,36 | 1,70 | 3,45 | 2,78 | 1,80 | 1,21 | 3,38 | 1,67 |
| Bacen | -0,70 | -0,31 | -0,04 | 0,37 | 0,44 | -0,39 | -0,06 | -0,46 |
| INSS | | | | | | | | |
| Empresas Estatais | -0,01 | -0,24 | -0,09 | -0,21 | 0,08 | 0,06 | 0,03 | 0,00 |
| Empresas estatais federais | 0,13 | -0,28 | -0,05 | -0,08 | 0,01 | 0,02 | 0,06 | 0,01 |
| Empresas estatais subnacionais | -0,13 | 0,04 | -0,04 | -0,14 | 0,07 | 0,04 | -0,03 | -0,01 |
| Governos Subnacionais | 1,59 | 1,75 | 0,25 | 0,70 | 0,48 | 1,16 | -0,06 | 1,27 |

Fonte: BCB . Séries Temporais - Séries Especiais

Por fim, a contribuição positiva dos governos subnacionais ao superávit primário reflete, mormente, o pagamento das prestações do refinanciamento parametrizado pela Lei 9496/97, compromisso renovado pela LRF. Ou seja, os governos estaduais precisam realizar um superávit primário e este é utilizado para o pagamento das obrigações (juros mais amortização) dos empréstimos concedidos pela União. O esforço de persuasão do governo central foi

fundamental para que os governos subnacionais a honrassem seus compromissos.

Constata-se que a contribuição dos governos estaduais em 2002, 2006 e 2010 para o resultado fiscal se reduziu expressivamente. O elevado estoque de dívida requeria, segundo cálculos realizados em Giambiagi e Mora (2007), o desembolso pelos governos estaduais de 11 a 13% da Receita Líquida Real e implicava uma colaboração para o resultado primário do setor público consolidado da ordem de 1 ponto percentual do PIB (vide, na Tabela 3.2, os juros nominais devidos pelos governos estaduais). Como a LRF vedava empréstimos entre entes da federação e os critérios para a contração de novas dívidas tampouco seriam compatíveis com a contração de novos financiamentos, não seria possível diminuir as despesas financeiras, pois tal, implicitamente, significaria um novo refinanciamento. Assim, a redução do superávit primário dos governos estaduais pode ser considerada um indício de refinanciamento e, conseqüentemente, de alguma flexibilização da LRF nos anos eleitorais.³¹

Portanto, a geração de superávits primários no nível federal, o processo de reorganização da estrutura estatal e o pagamento das obrigações financeiras

³¹“É vedada a realização de operação de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente.” (LRF, artigo 35)

dos estados e dos municípios para a União, em consonância com a LRF, asseguraram conjuntamente as condições para que o setor público gerasse o superávit primário definido pelas metas fiscais na LDO. O comprometimento com o equilíbrio fiscal permitiu que o país construísse o que Coutinho (2010) denominou de “robustez fiscal”³² a partir da implementação da LRF.

A robustez fiscal foi fundamental para enfrentar o agravamento da crise do subprime nos Estados Unidos, que se alastrou pela economia mundial, a partir de setembro de 2008, de e atingiu a economia brasileira no último trimestre de 2008. A estratégia do governo brasileiro para lidar com a crise financeira calçou-se, no âmbito estritamente fiscal, em:

- (i) redução do superávit primário do setor público consolidado (com o aumento dos gastos do governo e a desaceleração do crescimento da receita);
- (ii) uso das estatais federais com a finalidade de evitar uma queda mais acentuada na formação bruta de capital fixo;
- (iii) transferência de recursos para o BNDES através de concessão de créditos.

³² Como robustez fiscal compreende-se a geração de elevados superávits primários, o que torna possível aumentar os gastos em uma política anticíclica sem que haja desequilíbrio orçamentário.

O uso de recursos fiscais para lidar com o quadro recessivo subsequente à eclosão da crise implicou um superávit primário em queda, mas ainda positivo e substancial, embora algumas ressalvas devam ser feitas.

Como já observado, a partir de 2009, houve uma mudança na metodologia de cálculo do superávit primário com a supressão da Petrobras e da Eletrobrás do cálculo de necessidades de financiamento. Aparentemente, a decisão de reestruturar a série foi uma tentativa de se evitar a deterioração do resultado primário do setor público consolidado em decorrência do aumento da dívida destas estatais entre 2009-2011. Segundo Tavares e Moura (2011):

“Em 2010, a despeito da consecução de superávit primário mais elevado, 2,77% do PIB, para cumprir a meta prevista na lei várias foram as providências adotadas: redução da meta inicial de 3,3% do PIB para 3,1% do PIB para acomodar a exclusão do Grupo Eletrobrás do cálculo, desde que, ao invés de contribuir, essas empresas do setor elétrico teriam resultado negativo (...).” (Tavares e Moura (2011): p.2)

Somente o BNDES concedeu empréstimos para a Petrobras da ordem de 1,6 ponto percentual do PIB neste período (Tabela 3.3).

Tabela 3.3

Financiamentos à Petrobras e à Eletrobrás Concedidos pelo BNDES - 2009 a 2011

Em R\$ e em percentual do PIB/1

| Estatal | data | empréstimo | |
|---|------------|----------------|--------------|
| | | Em R\$ | Em % do PIB |
| Eletrobrás | | | |
| ELETROBRAS TERMONUCLEAR S/A - ELETRONUCLEAR | 23/02/2011 | 6.146.256.000 | 0,15% |
| NORTE ENERGIA S/A /4 | 31/03/2011 | 3.685.314.000 | 0,09% |
| NORTE ENERGIA S/A /4 | 16/06/2011 | 1.087.812.308 | 0,03% |
| Total Eletrobrás e Norte Energia | | | 0,27% |
| PETROBRÁS | | | |
| REFINARIA ABREU LIMA /2 | 30/07/2009 | 9.889.997.970 | 0,32% |
| PETROBRAS | 30/07/2009 | 9.404.998.497 | 0,31% |
| TRANSPORTADORA ASSOCIADA DE GÁS /3 | 30/07/2009 | 5.699.997.000 | 0,19% |
| Total 2009 | | | 0,81% |
| PETROLEO BRASILEIRO S/A - PETROBRAS | 29/09/2010 | 24.753.538.074 | 0,65% |
| PETROBRAS TRANSPORTE S/A TRANSPETRO | 15/07/2010 | 2.396.894.828 | 0,06% |
| PETROBRAS TRANSPORTE S/A TRANSPETRO | 15/07/2010 | 152.504.028 | 0,00% |
| Total 2010 | | | 0,72% |
| PETROLEO BRASILEIRO S/A - PETROBRAS | 12/07/2011 | 1.023.233.230 | 0,02% |
| Total 2011 | | | 0,02% |
| Total Petrobrás -2009 a 2011 | | | 1,56% |

Fonte: BNDES. Acesso em 02/04/2012

(http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Consulta_as_operacoes_do_BNDES/setorprivado.html)

Notas: /1 PIB acumulado nos últimos doze meses, deflacionado pelo IGP centrado (obtido em www.bcb.gov.br)

/2 A refinaria Abreu Lima é 100% controlada pela Petrobras

vide http://www.petrobras.com.br/ri/Mobile/ShowMobile.aspx?id_materia=1xqaGzw1B5nCAz2+6iya8Q
== acesso em 15/04/2011)

/3 A Transportadora Associada de Gás é subsidiária integral da Petrobras Gás, Gaspetro.

/4 A Norte Eletrica é formada por empresas estatais e privadas para construir a usina de Belo Monte (Pará), com destaque para a Eletrobrás (49,98%).

No debate em torno da exclusão das principais estatais federais do cálculo da NFSP, Velloso et alli (2009) constroem uma interessante interpretação, e, conseqüentemente, defesa, da supressão da Petrobras do cálculo do resultado primário:

“A retirada da Petrobrás do cálculo do déficit e da dívida pode ser vista como uma forma de controlar a relação dívida-PIB, no longo prazo, via aumento da taxa de crescimento econômico, ainda que isso represente, no curto prazo, menor superávit primário e maior relação dívida-PIB.

(...) Assim, a liberação da Petrobrás do cálculo do déficit e da dívida viabilizaria a introdução de uma perspectiva de longo prazo na política de adequação entre oferta e demanda agregada, calcada na expansão da oferta.”
(Velloso et alli (2009): p. 16))

A exclusão da Petrobras do cálculo do superávit primário do setor público consolidado é passível de discussão inclusive de acordo com os critérios do Fundo Monetário Internacional, que, embora não dê um parecer conclusivo, considera possível esta mudança metodológica, pois a Petrobras respeitaria uma série de pré-requisitos para classificá-la como uma empresa gerenciada de acordo com critérios comerciais. (IMF 2004). Entretanto, a Petrobras, supostamente, integra o setor público consolidado e deveria ser contabilizada em uma estatística que abrange o setor público como um todo.

Considera-se fundamental uma estratégia de longo prazo para a Petrobras e a concepção de ajuste fiscal inteligente proposta por Velloso et alli (2009) é deveras interessante. Se esta proposta fosse explicitada, as metas fiscais poderiam considerar a função estratégica das estatais federais e assegurar a manutenção da Petrobras e da Eletrobrás no cálculo do superávit primário.

Em termos concretos, ao excluir a Petrobras do cálculo de superávit primário, subestimou-se a dimensão do aumento das necessidades de financiamento do setor público brasileiro. Assim, as iniciativas do governo federal para debelar a crise, supostamente, foram da ordem de 1 ponto percentual do PIB, pois, o resultado primário do governo federal, segundo o conceito abaixo da linha, que

havia decrescido de 2,4 pontos percentuais do PIB em 2008 para 1,3 ponto percentual do PIB, em 2009, retomou os 2,10 pontos percentuais do PIB, em 2010. Contudo o resultado fiscal foi superestimado, pois a dívida contraída pela Petrobras e pela Eletrobrás, entre 2009 e 2010, implicaria um aumento das NSFP das estatais. A expectativa de contribuição para o superávit primário do setor público consolidado da ordem de 0,50 ponto percentual do PIB e 0,20 ponto percentual do PIB (respectivamente metas de superávit primário para a Petrobras e a Eletrobrás) transformar-se-ia em necessidades de financiamento de 0,8 ponto percentual do PIB, em 2009, e 0,7 ponto percentual do PIB, em 2010 (supondo que o endividamento da Petrobras e da Eletrobrás tenha se dado primordialmente com o BNDES, cuja dívida está explicitada na Tabela 3.3), com uma conseqüente queda do superávit primário tanto em 2009 quanto em 2010. Assim, a mudança metodológica para suprimir as duas principais estatais ampliou o grau de manobra do governo e atenuou os efeitos das medidas para debelar a crise sobre o resultado primário do setor público consolidado.³³

Constata-se a tentativa de conciliar disciplina fiscal e medidas anticíclicas, em cenário macroeconômico com um viés fortemente recessivo. Esta atitude do governo denota, também, uma preocupação com a avaliação do mercado quanto à evolução das variáveis fiscais.

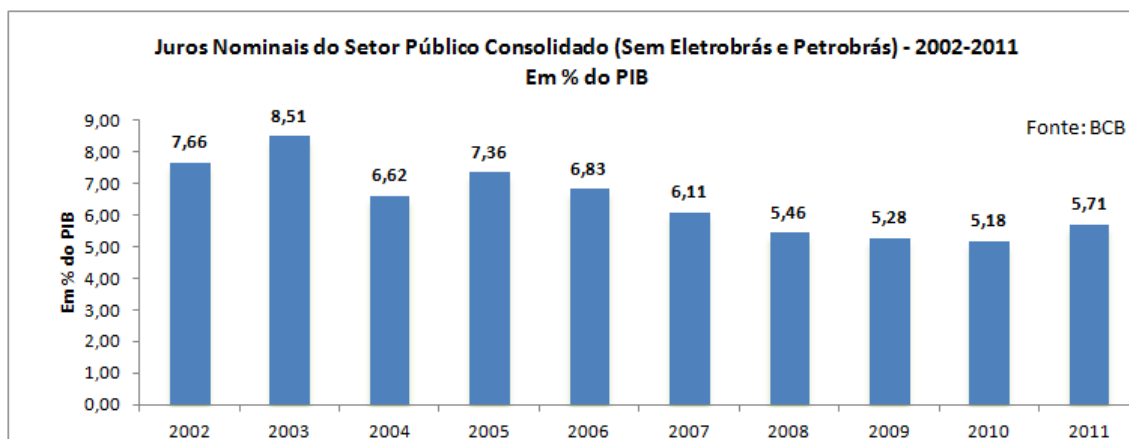
³³ Como será discutido posteriormente, o mesmo pode ser replicado para as operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

3.2.2. Evolução do Déficit Nominal e da Dívida Pública

O RMI e sua ênfase na taxa de juros como variável instrumental para reconduzir a inflação à meta (conforme discutido nos capítulos 1 e 2) teve efeitos fiscais não desprezíveis. A política monetária estruturada em uma taxa Selic elevada condicionou a estratégia de financiamento do governo central e impôs um elevado custo de rolagem da dívida.

O esforço fiscal realizado pelo setor público consolidado desde a implementação do RMI, materializado sob a forma de expressivos superávits primários, não foi suficiente para financiar o pagamento dos juros (conforme se observa no gráfico 3.1, estes chegaram a alcançar 8,5 pontos percentuais do PIB em 2003) e, portanto, tampouco se alcançou o equilíbrio fiscal segundo o conceito nominal. Apesar do déficit nominal observado ao longo do governo Lula (Tabelas 3.1 e 3.2), a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) decresceu entre 2003 e 2010. (Tabelas 3.4 e 3.5). Os fatores condicionantes da DLSP no governo Lula estão explicitados na Tabela 3.6.

Gráfico 3.1.



A dívida pública sintetiza a relação entre política monetária e política fiscal. As diretrizes da política monetária afetam o gerenciamento da dívida mobiliária (98% da dívida interna e 94% da dívida bruta do setor público consolidado conforme a Tabela 3.4). A composição da dívida definirá os custos de rolagem. Por sua vez, os juros pagos pelo governo determinarão, em conjunto com o superávit primário obtido pelo setor público consolidado, o resultado nominal. Portanto, embora não se possa pautar a política monetária pelos custos fiscais implícitos, não se pode ignorar que esta tem custos. O RMI e sua ênfase na política monetária como panaceia no combate à inflação gera um ônus fiscal não desprezível.

Antes da análise da dívida pública propriamente dita, cabe mencionar que há diferentes metodologias para a contabilização da dívida e mudanças recentes no cálculo no caso específico do Brasil. Desde 2008, duas metodologias de cálculo da dívida bruta do setor público consolidado são divulgadas pelo Banco Central. A dívida bruta, na metodologia após 2008, ao invés de considerar a

dívida mobiliária na carteira do Banco Central, passou a contabilizar somente as operações compromissadas efetuadas no extramercado e excluiu os títulos livres. Entretanto, o cálculo da dívida líquida manteve a mesma metodologia anterior (ou seja, incorpora integralmente a dívida mobiliária na carteira do Banco Central). Aqui utilizar-se-á a metodologia anterior a 2007, pois se considera que a diferença entre a dívida bruta e a líquida devem se restringir aos créditos a favor do governo central.

Além disso, a decisão de suprimir a Petrobras e a Eletrobrás das necessidades de financiamento do setor público (conforme discutido na seção 3.2.1) implicaram a necessidade de expor as duas diferentes séries, de modo a compatibilizá-las com o resultado fiscal.

A dívida bruta do setor público (inclusive Petrobras e Eletrobrás) decresceu entre 2003 e 2008 (Tabela 3.4) de 65 pontos percentuais do PIB para 61 pontos percentuais do PIB. No mesmo período, a dívida líquida reduziu-se de 50 pontos percentuais do PIB para 34 pontos percentuais do PIB. Quando se analisa a tabela 3.5 constata-se um processo similar. A trajetória da dívida entre 2002 e 2010 é descendente, sendo este movimento mais pronunciado no âmbito da dívida líquida.

Dívida líquida e bruta do governo geral^{1/} - Metodologia utilizada até 2007 - 2002 a 2008
Inclui Petrobras e Eletrobrás

| | Posição de dezembro, em percentual do PIB | | | | | | |
|---|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2 002 | 2 003 | 2 004 | 2 005 | 2 006 | 2 007 | 2 008 |
| Dívida líquida do setor público consolidado | 50,5 | 52,4 | 47,0 | 46,5 | 44,0 | 41,0 | 34,3 |
| Dívida líquida do governo geral (A=B+C+D) | 49,2 | 51,7 | 47,2 | 46,8 | 45,0 | 42,1 | 37,7 |
| Dívida bruta do governo geral (B) | 64,9 | 70,4 | 65,4 | 67,4 | 64,2 | 61,2 | 61,3 |
| Dívida interna | 48,6 | 56,6 | 54,6 | 58,5 | 58,0 | 57,0 | 56,6 |
| Dívida mobiliária do Tesouro Nacional ^{2/3/} | 30,5 | 38,6 | 37,7 | 43,9 | 44,3 | 43,0 | 39,7 |
| Dívida mobiliária em mercado | 30,5 | 38,9 | 37,8 | 44,1 | 44,1 | 42,8 | 39,9 |
| Dívidas securitizadas e TDA | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,6 |
| Aplic. de entidades da adm. federal ^{4/} | -0,6 | -1,0 | -0,9 | -0,8 | -0,5 | -0,5 | -0,7 |
| Aplicações dos governos subnacionais | -0,7 | -0,7 | -0,5 | -0,4 | -0,3 | -0,2 | -0,2 |
| Dívida mobiliária na carteira do Bacen | 16,2 | 15,9 | 14,9 | 13,0 | 12,3 | 12,8 | 15,9 |
| Dívida bancária do Governo federal | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Dívida assumida pela União Lei 8.727/1993 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,7 |
| Dívida mobiliária dos governos estaduais ^{5/} | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dívida bancária governos estaduais | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Outras dívidas estaduais | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dívida mobiliária dos governos municipais ^{6/} | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dívida bancária governos municipais | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Dívida externa | 16,3 | 13,8 | 10,8 | 8,8 | 6,2 | 4,2 | 4,7 |
| Governo federal | 15,1 | 12,8 | 9,9 | 8,1 | 5,6 | 3,7 | 4,1 |
| Governos estaduais | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,5 |
| Governos municipais | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Créditos do governo geral (C) | -15,6 | -18,8 | -18,2 | -20,6 | -19,2 | -19,0 | -18,1 |
| Créditos internos | -15,3 | -18,6 | -18,0 | -20,4 | -19,2 | -19,0 | -18,1 |
| Disponibilidades do governo geral | -6,0 | -7,8 | -8,6 | -10,6 | -10,2 | -10,9 | -9,4 |
| Aplic. da Previdência Social | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Arrecadação a recolher | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| Depósitos à vista (inclui ag. descentral.) | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,3 | -0,3 |
| Disponibilidades do governo federal no BCB | -5,1 | -6,9 | -7,8 | -9,7 | -9,3 | -9,8 | -8,2 |
| Aplicações na rede bancária (estadual) | -0,5 | -0,5 | -0,6 | -0,7 | -0,6 | -0,8 | -0,8 |
| Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -0,5 | -0,5 | -1,4 |
| Instrumentos híbridos de capital e dívida | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,2 |
| Créditos junto ao BNDES | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -0,4 | -0,2 | -1,1 |
| Aplicações de fundos e programas financeiros | -2,2 | -3,2 | -2,3 | -2,5 | -2,1 | -2,0 | -2,0 |
| Créditos junto às estatais | -1,9 | -1,7 | -1,2 | -1,1 | -0,8 | -0,7 | -0,6 |
| Demais créditos do governo federal | -0,8 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,5 | -0,4 | -0,4 |
| Recursos do FAT na rede bancária | -3,8 | -4,3 | -4,3 | -4,8 | -5,1 | -4,6 | -4,4 |
| Créditos externos | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Governo federal | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Governos estaduais | - | - | - | - | - | - | - |
| Governos municipais | - | - | - | - | - | - | - |
| Equalização Cambial^{7/} (D) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -5,5 |
| Dívida líquida do Banco Central | -0,3 | -0,3 | -0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | -1,0 |
| Dívida líquida das empresas estatais | 1,6 | 1,0 | 0,2 | -0,5 | -1,3 | -1,4 | -2,4 |

1/ Inclui as dívidas do Governo Federal e dos governos estaduais e municipais com os demais agentes econômicos, inclusive com o Bacen.

2/ Inclui a dívida mobiliária em mercado e os créditos securitizados, descontadas as aplicações intra e intergovernamentais em tít. públicos fed..

3/ A div. Mob. do Gov. fed. apresentará trajetória ascendente à medida que forem vencendo os títulos de responsabilidade do Bacen em mercado e este não puder mais emitir de acordo com o estabelecido na Lei de Responsabilidade Fiscal.

4/ Inclui aplicações da Previdência social, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e de outros fundos.

5/ Inclui saldo da div. mob. em mercado, descontadas as aplicações intergovernamentais em títulos públicos estaduais e os títulos em tesouraria.

6/ Inclui saldo da dívida mobiliária em mercado, descontados os títulos em tesouraria.

7/ Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo Bacen (MP 435).

Fonte: BCB . Séries Temporais . Séries Especiais.

Tabela 3.5

Dívida líquida e bruta do governo geral^{1/} - Metodologia utilizada até 2007 - 2002 a 2010

Exclui Petrobras e Eletrobrás

Posição de dezembro, em percentual do PIB

| Discriminação | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dívida líquida do setor público consolidado | 60,4 | 54,8 | 50,6 | 48,4 | 47,3 | 45,5 | 38,5 | 42,1 | 39,1 |
| Dívida líquida do governo geral (A=B+C+D) | 58,2 | 53,0 | 49,5 | 47,0 | 46,1 | 44,4 | 38,8 | 42,5 | 39,7 |
| Dívida bruta do governo geral (B) | 76,7 | 72,3 | 68,6 | 67,7 | 65,7 | 64,4 | 63,0 | 66,6 | 64,4 |
| Dívida interna | 57,4 | 58,1 | 57,2 | 58,8 | 59,3 | 60,0 | 58,2 | 63,1 | 61,4 |
| Dívida mobiliária em mercado ^{2/} | 36,0 | 39,6 | 39,5 | 44,1 | 45,3 | 45,3 | 40,8 | 42,3 | 41,6 |
| Dívida mobiliária do Tesouro Nacional ^{3/} | 36,1 | 40,0 | 39,6 | 44,3 | 45,2 | 45,1 | 41,1 | 42,7 | 42,2 |
| Títulos sob custódia do FGE ^{4/} | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| Dívidas securitizadas e TDA | 1,6 | 1,3 | 1,4 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,7 | 0,5 | 0,4 |
| Aplic. de entidades da adm. federal ^{5/} | -0,8 | -1,0 | -0,9 | -0,8 | -0,5 | -0,5 | -0,7 | -0,8 | -0,7 |
| Aplicações dos governos subnacionais | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 |
| Dívida mobiliária na carteira do Bacen | 19,1 | 16,3 | 15,6 | 13,0 | 12,5 | 13,5 | 16,3 | 19,7 | 18,7 |
| Dívida bancária do Governo federal | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Dívida assumida pela União Lei 8.727/1993 | 1,7 | 1,5 | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,4 |
| Dívida mobiliária dos governos estaduais | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dívida bancária governos estaduais | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,5 |
| Outras dívidas estaduais | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dívida mobiliária dos governos municipais | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dívida bancária governos municipais | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 |
| Dívida externa | 19,2 | 14,2 | 11,4 | 8,9 | 6,4 | 4,4 | 4,8 | 3,4 | 2,9 |
| Governo federal | 17,8 | 13,1 | 10,4 | 8,2 | 5,7 | 3,9 | 4,2 | 2,9 | 2,3 |
| Governos estaduais | 1,2 | 1,0 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,5 |
| Governos municipais | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Créditos do governo geral (C) | -18,5 | -19,3 | -19,1 | -20,6 | -19,6 | -20,0 | -18,6 | -25,6 | -26,0 |
| Créditos internos | -18,1 | -19,0 | -18,9 | -20,5 | -19,6 | -20,0 | -18,6 | -25,6 | -26,0 |
| Disponibilidades do governo geral | -7,1 | -8,0 | -9,1 | -10,7 | -10,4 | -11,5 | -9,6 | -13,7 | -12,0 |
| Aplic. da Previdência Social | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Arrecadação a recolher | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Depósitos à vista (inclui ag. descentral.) | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -0,2 |
| Disponibilidades do governo federal no BCB | -6,0 | -7,1 | -8,1 | -9,7 | -9,5 | -10,4 | -8,4 | -12,5 | -10,7 |
| Aplicações na rede bancária (estadual) | -0,6 | -0,6 | -0,7 | -0,7 | -0,6 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,9 |
| Créditos concedidos a Inst. Financ. Oficiais | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -0,5 | -0,5 | -1,4 | -4,5 | -6,8 |
| Instrumentos híbridos de capital e dívida | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,5 | -0,5 |
| Créditos junto ao BNDES | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -0,4 | -0,2 | -1,2 | -4,0 | -6,3 |
| Aplicações de fundos e programas financeiros | -2,6 | -3,3 | -2,4 | -2,5 | -2,1 | -2,1 | -2,0 | -2,3 | -2,5 |
| Créditos junto às estatais | -2,2 | -1,7 | -1,3 | -1,1 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -0,5 | -0,4 |
| Demais créditos do governo federal | -0,9 | -0,8 | -0,8 | -0,6 | -0,5 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,4 |
| Recursos do FAT na rede bancária | -4,5 | -4,4 | -4,5 | -4,8 | -5,2 | -4,8 | -4,5 | -4,3 | -3,9 |
| Créditos externos | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Governo federal | -0,4 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Governos estaduais | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Governos municipais | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Equalização Cambial^{6/} (D) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -5,7 | 1,6 | 1,3 |
| Dívida líquida do Banco Central | -0,4 | -0,3 | -0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,3 | -1,1 | -1,2 | -1,2 |
| Dívida líquida das empresas estatais | 2,6 | 2,2 | 1,5 | 1,2 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,6 |

1/ O Governo Geral abrange Governo Federal, governos estaduais e governos municipais. Exclui Banco Central e empresas estatais.

2/ Inclui a Dívida mobiliária do Tesouro Nacional e os créditos securitizados, descontadas as aplicações intra e intergovernamentais em títulos públicos federais e os títulos sob custódia do FGE.

3/ Posição de carteira. A soma deste item com o valor registrado em "Dívida securitizadas e TDA" corresponde ao total da DPMFi no critério utilizado pelo Demab (Nota para a imprensa de mercado aberto).

4/ Fundo de Garantia à Exportação.

5/ Inclui aplicações da Previdência Social, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e de outros fundos.

6/ Equalização do resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais, realizadas pelo Banco Central (MP nº 435).

Fonte: BCB . Séries Temporais . Séries Especiais.

Tabela 3.6

Evolução da dívida líquida - fatores condicionantes - Setor público consolidado - 2002 a 2010

Fluxos Acumulados no Ano, Em Percentual do PIB- Posição de Dezembro

| Discriminação | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2003-2010 |
|--|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Dívida líquida total - saldo | 60,4 | 54,8 | 50,6 | 48,4 | 47,3 | 45,5 | 38,5 | 42,1 | 39,1 | -21,2 |
| Dívida líquida - var. ac. ano | | -5,5 | -4,2 | -2,2 | -1,2 | -1,7 | -7,0 | 3,5 | -2,9 | -21,2 |
| Fatores condicionantes: | | 2,3 | 2,6 | 2,7 | 3,4 | 3,4 | -1,4 | 6,0 | 3,0 | 22,0 |
| NFSP | | 5,2 | 2,9 | 3,6 | 3,6 | 2,8 | 2,0 | 3,3 | 2,5 | 25,9 |
| Primário | | -3,3 | -3,7 | -3,8 | -3,2 | -3,3 | -3,4 | -2,0 | -2,7 | -25,4 |
| Juros nominais | | 8,5 | 6,6 | 7,4 | 6,8 | 6,1 | 5,5 | 5,3 | 5,2 | 51,3 |
| Ajuste cambial | | -3,8 | -0,9 | -0,9 | -0,3 | 0,8 | -2,6 | 2,5 | 0,5 | -4,8 |
| Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio | | -1,3 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | 0,0 | -1,9 |
| Dívida externa - metodológico | | -2,5 | -0,7 | -0,7 | -0,2 | 0,9 | -2,7 | 2,6 | 0,4 | -2,9 |
| Dívida externa - outros ajustes | | 0,9 | 0,3 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,9 | 0,3 | 0,0 | 0,7 |
| Reconhecimento de dívidas | | 0,0 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,6 |
| Privatizações | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,4 |
| Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida | | -7,9 | -6,8 | -4,8 | -4,5 | -5,2 | -5,6 | -2,5 | -5,9 | -43,2 |

Fonte: Banco Central do Brasil Séries Temporais Séries Especiais

Observam-se, no período, dois movimentos distintos. A dívida bruta reduziu-se no período e, simultaneamente, aumentaram-se os créditos. A elevação dos créditos pode ser atribuída à disponibilidade de recursos federais junto ao banco central e ao crédito junto ao BNDES.

O aumento de disponibilidade de recursos federais junto ao banco central³⁴ pode ser imputado ao elevado estoque de reservas internacionais, superior a duzentos bilhões de dólares em 2008. Ainda que o governo tenha utilizado parte destas reservas para atenuar os efeitos macroeconômicos da crise do subprime, a depreciação do real perante o dólar, em 2008, levou a redução da

³⁴ Segundo BCB (2012), as disponibilidades do governo federal no Banco Central são definidas como:

“Resultado líquido entre as disponibilidades do Governo Federal no Banco Central e a carteira de títulos públicos federais do Banco Central. Inclui também a equalização do resultado das operações com reservas cambiais e com derivativos cambiais, realizadas pelo Banco Central (MP nº 435).” (BCB (2012): p. 14)

dívida líquida (conforme Tabela 3.6). Nesta direção, o relatório de inflação de março de 2009 afirma que:

“A redução anual da relação entre a DLSP e o PIB em 2008 refletiu as contribuições do superávit primário apurado no período, 4 p.p. do PIB; do efeito do crescimento do PIB valorizado, 3,5 p.p. do PIB; da depreciação cambial de 32% ocorrida no ano, 3,3 p.p. do PIB; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,9 p.p. do PIB. A incorporação de juros nominais atuou em sentido inverso, contribuindo para elevar a relação em 5,4 p.p. do PIB” (BCB (2009): p. 61) ³⁵

Nesta mesma direção, Meirelles (2010) afirma que:

“A partir de setembro de 2006, com a contínua acumulação de reservas internacionais – de US\$ 73 bilhões para US\$ 206 bilhões - o Brasil passou à posição credora em dólar da ordem de 18% da DLSP em setembro de 2008. (...) de julho a setembro de 2008, a desvalorização do Real derrubou a DLSP em 1,6 p.p. do PIB em apenas dois meses. Pela primeira vez na história, um choque de desvalorização da moeda nacional implicou a queda da dívida pública.” Meirelles (2010): p. 5)

Quanto ao crédito junto ao BNDES, este se elevou de 0,2 ponto percentual do PIB em 2007 para 6,3 pontos percentuais do PIB em 2010. Conforme será exposto no capítulo sobre política creditícia, o BNDES articulou parte dos esforços realizados pelo governo federal para lidar com a crise de 2008. Os recursos concedidos ao banco foram repassados sob a forma de empréstimo. Deste modo, não houve aumento da dívida líquida, sendo o ônus absorvido somente no âmbito da dívida bruta.

³⁵ Cabe aqui mencionar que os dados do relatório de inflação divergem daqueles apresentados na Tabela 3.6. Pode-se atribuir esta diferença basicamente pelo fato de os dados do Relatório de Inflação referirem-se à série histórica com Petrobras e Eletrobrás, enquanto a Tabela 3.6 não inclui estas estatais.

A concessão de crédito ao BNDES em 2009-2010 pelo Tesouro Nacional foi objeto de debate em decorrência da diferença entre o custo de captação (ou seja, o custo de colocação de títulos da dívida mobiliária) e o retorno dos empréstimos concedidos pelo Banco (Afonso (2012)). A diferença entre os juros da dívida pública e o retorno dos empréstimos concedidos pelo banco pode ser caracterizada como um subsídio, conforme colocado por Schwartzman (2010)³⁶. Segundo Schwartzman (2010):

Thus, as long as BNDES spread is not high enough to cover the gap between market rates and the TJLP (...), the Treasury would record a loss, although the primary accounts would look better, thanks to dividends, whereas the interest bill would have increased by more than the amount received as dividends. In other words, the improvement in primary accounts results from a more than proportionate deterioration of the interest burden, implying a general worsening of the fiscal figures. (Schwartzman (2010): p.5)

Contudo, autores como Pereira et alli (2011) argumentam que a diferença entre custo de captação e retorno esperado dos empréstimos (ou seja, o subsídio implícito na operação de repasse de recursos federais do Tesouro para o BNDES) tende a ser compensada em decorrência do aumento da renda do setor privado e a consequente elevação da arrecadação tributária. Deste modo, a proposta de Pereira et alli (2011) consiste em analisar os empréstimos do BNDES em uma perspectiva dinâmica, em que o crescimento da economia e suas consequências sobre as ações do governo devem ser consideradas no

³⁶ Além disso, Schwartzman (2010) ressalta que o governo ainda contabiliza como receitas os dividendos repassados pelo BNDES ao Tesouro.

cálculo do subsídio, assim como na contabilização dos ganhos (ou do ônus) em termos fiscais. Assim, Pereira et alli (2011) concluem que:

“O presente trabalho estimou o efeito fiscal dos empréstimos concedidos ao BNDES pela União em valor esperado positivo (ganho fiscal líquido), de cerca de R\$ 100 bilhões em valor presente. Tal cifra representa a consolidação de um custo fiscal direto líquido de R\$ 50,6 bilhões e benefícios fiscais indiretos, em virtude da ampliação da renda do setor privado, e, por conseguinte, da arrecadação tributária da União, de R\$ 151,8 bilhões em valor presente.” (Pereira et alli (2011): p. 39)

A linha de raciocínio de Pereira et alli (2011) é coerente com a visão de Além (2007), que enfatiza a importância do crescimento econômico como mecanismo fundamental de equacionamento do endividamento.

A análise da Tabela 3.6 mostra o efeito do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) sobre a dívida. O dinamismo da economia desempenha efetivamente um papel importante para a redução da dívida, inclusive mais relevante do que a contribuição do superávit primário. Outro fator que merece ser mencionado foi a gradual mudança no perfil da dívida mobiliária, que também repercute sobre a trajetória da dívida.

A mudança na composição da dívida em poder do público entre 2002 e 2010 (Tabela 3.7)³⁷ pode ser atribuída, em alguma medida, à estratégia da Secretaria do Tesouro Nacional no gerenciamento da dívida mobiliária com a

³⁷ A compatibilização entre a dívida em poder do público no âmbito da Dívida Geral do Governo (Tabela 3.4) com os dados da Tabela 3.5 requer que não se desconte da dívida em poder do público os títulos sob a custódia do FGE (Fundo de Garantia à Exportação), as aplicações de entidades da administração federal e as aplicações dos governos subnacionais.

finalidade de alongar o prazo e reduzir os custos. Nesta direção, Alves e Silva (2009) sintetizam a posição do Departamento da Dívida Pública, responsável pela estruturação do Plano Anual de Financiamento (PAF):

“Desde o ano de 2001, o Tesouro Nacional apresenta o seu Plano Anual de Financiamento (PAF), de acordo com o objetivo e com as diretrizes de administração da Dívida Pública Federal (DPF) brasileira, (...) O objetivo da gestão da DPF é minimizar seus custos de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco; adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos” (Alves e Silva (2009: p.150).

Entretanto, as políticas macroeconômicas adotadas sob a égide do RMI também contribuíram, direta e indiretamente, neste processo.

Tabela 3.7.

Dívida Pública em Poder do Público - Posição em Dezembro - 1999 a 2010

Em R\$ bilhões

| Mês | Prefixados | | Taxa Selic | | Índice de preços | | Câmbio | | TR | | Total | |
|------|------------|-------|------------|-------|------------------|-------|--------|-------|-------|------|---------|--------|
| | Valor | % | Valor | % | Índice | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % |
| 1999 | 39,7 | 9,0% | 251,7 | 57,0% | 24,6 | 5,6% | 100,7 | 22,8% | 24,0 | 5,4% | 441,4 | 100,0% |
| 2000 | 75,4 | 14,8% | 266,8 | 52,2% | 30,3 | 5,9% | 113,7 | 22,3% | 24,1 | 4,7% | 510,7 | 100,0% |
| 2001 | 48,8 | 7,8% | 329,5 | 52,8% | 43,6 | 7,0% | 178,6 | 28,6% | 23,5 | 3,8% | 624,1 | 100,0% |
| 2002 | 13,7 | 2,2% | 288,0 | 46,2% | 78,2 | 12,5% | 230,6 | 37,0% | 12,8 | 2,1% | 623,2 | 100,0% |
| 2003 | 91,5 | 12,5% | 366,3 | 50,1% | 99,1 | 13,5% | 161,4 | 22,1% | 13,1 | 1,8% | 731,4 | 100,0% |
| 2004 | 162,8 | 20,1% | 424,7 | 52,4% | 120,7 | 14,9% | 80,1 | 9,9% | 22,0 | 2,7% | 810,3 | 100,0% |
| 2005 | 272,9 | 27,9% | 522,2 | 53,3% | 152,2 | 15,5% | 11,4 | 1,2% | 21,0 | 2,1% | 979,7 | 100,0% |
| 2006 | 395,0 | 36,1% | 439,9 | 40,2% | 246,4 | 22,5% | -12,0 | -1,1% | 24,2 | 2,2% | 1.093,5 | 100,0% |
| 2007 | 457,0 | 37,3% | 448,6 | 36,6% | 321,6 | 26,3% | -28,0 | -2,3% | 25,6 | 2,1% | 1.224,9 | 100,0% |
| 2008 | 407,2 | 32,2% | 425,4 | 33,6% | 371,1 | 29,3% | 41,2 | 3,3% | 19,9 | 1,6% | 1.264,8 | 100,0% |
| 2009 | 471,5 | 33,7% | 500,2 | 35,8% | 400,1 | 28,6% | 9,8 | 0,7% | 16,7 | 1,2% | 1.398,4 | 100,0% |
| 2010 | 608,4 | 37,9% | 521,7 | 32,5% | 451,3 | 28,1% | 9,2 | 0,6% | 13,4 | 0,8% | 1.603,9 | 100,0% |

Fonte: BCB . Séries Temporais. Séries Especiais

Obs.:

- (a) Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos e incluído no estoque de títulos cambiais.
- (b) Posição líquida em swap tradicional: o valor de referência para ajuste do swap é retirado do estoque de títulos atualizados pela taxa Selic

A tendência à valorização do real perante outras moedas, observada na última década, levou a uma gradual redução da dívida lastreada no câmbio. Por outro lado, a política monetária restritiva, com elevadas taxas de juros e a perspectiva de sua redução, estimulou uma migração dos investidores para os títulos indexados pelo índice de preços³⁸ e prefixados.

Em suma, a política de disciplina fiscal, o gerenciamento da dívida e o crescimento econômico permitiram a redução da dívida pública brasileira, tanto no conceito bruto, quanto no líquido. Também contribuiu para a queda da dívida líquida o acúmulo de reservas internacionais, a transferência de recursos para o BNDES através de uma operação de crédito (que origina um ativo para a União e é contabilizado na DLSP) e a supressão da Petrobras, em 2008, e da Eletrobrás, em 2009 do cálculo da dívida do setor público (conforme Tabela 3.5).

Conclui-se que o uso da política fiscal *stricto sensu* para lidar com a crise de 2008 não se restringiu à queda de aproximadamente 1 ponto percentual do superávit primário. Caso fosse considerado o aumento do endividamento da Petrobras, assim como o subsídio implícito no curto prazo nos créditos disponibilizados para o BNDES, o impacto fiscal seria muito mais relevante.

³⁸ Os títulos indexados ao índice de preços implicam a remuneração de juros mais a taxa de inflação. Portanto, quando há expectativa de queda da taxa de juros, estes títulos tornam-se mais atraentes porque asseguram a taxa de inflação, adicionada a uma taxa de juros pré-fixada.

Constata-se, assim, uma maior flexibilidade da política fiscal no segundo mandato, com a redução das metas de superávit primário e através do uso de artifícios que induzem o leitor desavisado a considerar que o resultado fiscal foi superior ao superávit primário efetivamente gerado. Ou seja, a política fiscal anticíclica foi mais intensa do que o resultado fiscal primário sugere.

3.3. Reestruturação do Gasto no Governo Lula e Suas Implicações Macroeconômicas

O setor público consolidado, no governo Lula, apresentou expressivos superávits primários, conforme discutido ao longo da seção 3.2, e correspondeu às expectativas de um modelo RMI na esfera fiscal, na medida em que a política fiscal, em consonância com o RMI, não deveria pressionar a demanda agregada.

Entretanto, a execução do gasto no governo Lula foi pautada pelas diretrizes definidas no Plano Plurianual 2004-2007 (PPA 2004-2007), que considerava a demanda como força catalizadora do crescimento. Orientado pelo PPA 2004-2007, houve, no nível federal, um aumento do dispêndio público e reestruturação do gasto.

A reestruturação dos gastos públicos, com ênfase na política social e nos investimentos, simbolizou um movimento em direção a políticas de natureza keynesiana, pois sugere a crença no princípio de demanda efetiva, na

complementaridade entre gastos públicos e privados e na existência de um multiplicador keynesiano. Argumenta-se que a reestruturação do dispêndio federal contribuiu diretamente para a redução da pobreza e, simultaneamente, teve repercussão macroeconômica.

Inicialmente, introduzem-se, em linhas gerais, as diretrizes do PPA 2004-2007 (subseção 3.3.1). Subsequentemente, apresenta-se o resultado fiscal do governo central acima da linha. Ou seja, explicita-se como o nível federal alcançou a meta fiscal proposta pela LDO (subseção 3.3.2). A subseção 3.3.3 aborda a reestruturação do gasto no governo Lula (empregando como referência o artigo “Classificação e Análise das Despesas Públicas Federais segundo uma Ótica Macroeconômica”, de Orair e Gobetti (2010)). Subsequentemente, na subseção 3.3.4, discutem-se os efeitos multiplicadores do gasto social sobre o PIB com base na matriz de contabilidade social (utilizando como base o artigo “Efeitos Econômicos dos Gastos Sociais”, de Vaz, Mostafá e Souza (2010)).

3.3.1. Programa Plurianual 2004-2007

O Plano Plurianual (PPA) 2004-2007 é um interessante documento. Ainda que o governo Lula tenha professado a sua adesão ao RMI, o PPA 2004-2007 propõe um modelo de desenvolvimento de longo prazo em que o Estado desempenha um papel essencial como “condutor do desenvolvimento social e

regional e como indutor do crescimento econômico” (Governo Federal (2003): p. 15)

O crescimento econômico seria induzido pela demanda agregada. A ampliação do mercado de consumo de massa ocorreria pelo gradual aumento do poder aquisitivo e a progressiva expansão do universo de consumidores. Este processo induziria o investimento privado. Assim, textualmente, segundo o PPA:

“Se os mecanismos de transmissão do aumento de produtividade ao poder aquisitivo das famílias trabalhadoras funcionarem a contento, pode-se estabelecer o seguinte círculo virtuoso: aumento de rendimentos das famílias trabalhadoras/ ampliação da base de consumo de massa/ investimentos/ aumento da produtividade e da competitividade/ aumento de rendimentos das famílias trabalhadoras - ou, em resumo, um círculo virtuoso entre rendimentos das famílias trabalhadoras e investimentos. (Governo Federal (2003): p. 17)

Ao governo cabia canalizar seus gastos em direção de políticas sociais de inclusão social, com transferência de renda, e investimentos governamentais.

Como resultado deste processo, o PPA vislumbrava que:

“No médio prazo, o crescimento do mercado interno propiciará um círculo virtuoso entre salários e lucros, de um lado, e investimento e consumo, de outro, gerando um aumento da produtividade e lucratividade das firmas brasileiras e, deste modo, induzindo o aumento continuado do investimento.” (Governo Federal (2003): p. 23)

O PPA 2004-2007 revela a ambivalência da coordenação macroeconômica no governo Lula. Desenvolvido para parametrizar a ação do governo, ele propõe uma política fiscal que contemple os superávits primários esperados em um

RMI e, simultaneamente, propõe uma reestruturação estratégica dos gastos compatível com um modelo de desenvolvimento impulsionado pela demanda agregada e em consonância com a teoria keynesiana.

Os efeitos macroeconômicos da reestruturação do gasto, analisados adiante, portanto, integraram uma estratégia de governo explicitada pelo PPA 2004-2007 e não ocorreram aleatoriamente. Estas mudanças no gasto foram sendo implementadas progressivamente em decorrência da heterogeneidade da equipe econômica, especialmente no primeiro mandato do governo Lula. Houve o aumento dos gastos sociais entre 2003 e 2006, enquanto a política de investimentos no âmbito federal só adquire o formato previsto no PPA 2004-2007 com a implementação do PAC, em 2007.

3.3.2. Superávit Primário “Acima da Linha”: a composição do superávit primário

O superávit primário apura a diferença entre receitas e despesas do governo, desconsiderando somente os gastos financeiros. Portanto, pode-se avaliar o comportamento das variáveis fiscais, sem contaminá-las com os juros. Dispêndio e arrecadação dependem de decisões de governo, enquanto os juros são condicionados pelas decisões tomadas no âmbito da política monetária.

Nesta seção será examinado, com base nas contas “acima da linha” do governo do governo federal³⁹, como o governo Lula alcançou superávit primário esperado em um RMI e, simultaneamente, implementou importantes programas na área social (como o Bolsa Família) e de investimentos (vide o Programa de Aceleração do Crescimento – PAC). Para tanto, a análise dos dados será iniciada com os dados de receita e, posteriormente, a evolução dos gastos será apresentada.

A análise do resultado fiscal do governo central mostra que a receita total cresceu cerca de 3,4 pontos percentuais do PIB, entre 2003 e 2010, e explicou, em grande medida, os sucessivos aumentos de carga tributária em termos de percentual do PIB (que cresceu de 31,9 pontos percentuais do PIB, em 2003, para 33,7 pontos percentuais do PIB, em 2009, tendo atingido seu ápice (34,9 pontos percentuais do PIB) em 2008). A elevação da receita do governo central ao longo do governo Lula pode ser atribuída tanto à ampliação da receita do Tesouro (2,18 pontos percentuais do PIB) quanto do desempenho da arrecadação previdenciária (0,87 pontos percentuais do PIB). Entre as receitas do Tesouro merece atenção as demais receitas, que cresce de 1,9 pontos percentuais do PIB para 4,6 pontos percentuais do PIB (ou seja, 2,7 pontos percentuais do PIB), enquanto a arrecadação de impostos se eleva 0,5 ponto

³⁹ A melhora nas estatísticas oficiais e os esforços no sentido de compatibilizar os resultados “abaixo da linha” (necessidades de financiamento do setor público) e o “acima da linha” (resultado fiscal) levaram a que ao longo dos anos a discrepância estatística fosse minimizada. Em 2003, ela já era pouco expressiva. Deste modo, é possível compatibilizar ambas as séries.

percentual do PIB e as contribuições (não previdenciárias) decaem 1 ponto percentual do PIB (o que pode ser atribuído ao fim da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF))⁴⁰. (Tabelas 3.8 e 3.9)

Tabela 3.8.

⁴⁰ A arrecadação da CPMF equivalia a 1,40% do PIB, em seu último ano de vigência, a saber, 2007. (Receita Federal (2008))

Resultado Fiscal do Governo Central - 2003 a 2010

(Resultado Acima da Linha)

Em percentual do PIB

| Resultado Primário /1 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| I. Receita Total | 21,0% | 21,6% | 22,7% | 22,9% | 23,3% | 23,6% | 22,8% | 24,4% |
| I.1. Receitas do Tesouro | 16,2% | 16,7% | 17,6% | 17,7% | 17,9% | 18,2% | 17,1% | 18,7% |
| I.2. Receitas da Previdência Social | 4,7% | 4,8% | 5,0% | 5,2% | 5,3% | 5,4% | 5,6% | 5,6% |
| I.3. Receitas do Banco Central | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| II. Transferências a Estados e Municípios | 3,5% | 3,5% | 3,9% | 3,9% | 4,0% | 4,4% | 3,9% | 3,7% |
| III. Receita Líquida Total (I-II) | 17,4% | 18,1% | 18,8% | 19,0% | 19,3% | 19,2% | 18,9% | 20,7% |
| IV. Despesa Total | 15,1% | 15,6% | 16,4% | 17,0% | 17,1% | 16,4% | 17,7% | 18,6% |
| IV.1. Pessoal e Encargos Sociais ¹ | 4,5% | 4,3% | 4,3% | 4,5% | 4,4% | 4,3% | 4,7% | 4,4% |
| IV.2. Benefícios Previdenciários | 6,3% | 6,5% | 6,8% | 7,0% | 7,0% | 6,6% | 6,9% | 6,8% |
| IV.3. Custeio e Capital | 4,3% | 4,7% | 5,2% | 5,4% | 5,7% | 5,4% | 5,9% | 7,3% |
| IV.3.1. Despesa do FAT | 0,5% | 0,5% | 0,6% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 0,8% |
| - Abono e Seguro Desemprego | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,6% | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 0,8% |
| - Demais Despesas do FAT | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IV.3.2. Subsídios e Subvenções Econômicas | 0,4% | 0,3% | 0,5% | 0,4% | 0,4% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| - Op.Oficiais de Crédito e Reordenam. de Passivos | 0,3% | 0,2% | 0,4% | 0,3% | 0,3% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| - Despesas com Subvenções aos Fundos Regionais | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| IV.3.3. Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV) | 0,3% | 0,4% | 0,4% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,6% | 0,6% |
| IV.3.4. Capitalização da Petrobras | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,1% |
| IV.3.5. Outras Despesas de Custeio e Capital | 3,1% | 3,5% | 3,7% | 3,9% | 4,1% | 4,0% | 4,3% | 4,5% |
| - Outras Despesas de Custeio | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 3,1% | 3,3% | 3,1% | 3,3% | 3,3% |
| - Outras Despesas de Capital (2) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,7% | 0,8% | 0,9% | 1,0% | 1,2% |
| IV.4. Transferência do Tesouro ao Banco Central | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IV.5. Despesas do Banco Central | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| V. Fundo Soberano do Brasil - FSB (3) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,5% | 0,0% | 0,0% |
| IX. Resultado Primário do Governo Central (III-IV-V) | 2,3% | 2,5% | 2,5% | 2,1% | 2,2% | 2,4% | 1,2% | 2,1% |
| VI.1. Tesouro Nacional | 3,9% | 4,2% | 4,2% | 3,8% | 3,9% | 3,6% | 2,6% | 3,2% |
| V.2. Previdência Social (RGPS) | -1,6% | -1,6% | -1,7% | -1,8% | -1,7% | -1,2% | -1,3% | -1,1% |
| VI.3. Banco Central | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| VI. Ajuste Metodológico (4) | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| VIII. Discrepância Estatística | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,0% |
| IX. Resultado Primário do Gov. Central (VI + VII + VIII) (5) | 2,3% | 2,7% | 2,6% | 2,2% | 2,2% | 2,4% | 1,3% | 2,1% |

* Apurado pelo conceito de "pagamento efetivo", que corresponde ao valor do saque efetuado na Conta Única.

Dados revistos, sujeitos a alteração. Não inclui receitas de contribuição do FGTS e despesas com o complemento da atualização monetária, conforme previsto na Lei Complementar nº 110/2001.

¹ Exclui da receita da Contribuição para o Plano da Seguridade Social (CPSS) e da despesa de pessoal a parcela patronal da CPSS do servidor público federal, sem efeitos no resultado primário consolidado.

² Apurado pelo conceito de "Despesas pagas", que corresponde aos valores das ordens bancárias emitidas no Siafi após a liquidação dos empenhos. Difere do conceito de "pagamento efetivo" adotado para as demais informações da tabela porque esse último corresponde ao valor do saque efetuado na Conta Única. Corresponde ao investimento dos Poderes Legislativo, Judiciário e Executivo, incluindo grupo de despesa Investimento (GND 4) e Inversões Financeiras (GND 5), exceto o elemento de despesa Empréstimos e Financiamentos (66), conforme detalhamento na tabela A9. Inclui despesas do Programa Minha Casa Minha Vida (MP 561/2012) desde janeiro de 2010.

³ Despesa correspondente a integralização de cotas do FSB no Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização - FFIE, conforme previsto na Lei nº 11.887/2008, na MP nº 513/2010 e no Decreto nº 6.713/2008.

⁴ Recursos transitórios referentes à amortização de contratos de Itaipu com o Tesouro Nacional.

⁵ Pelo critério "abaixo-da-linha", sem desvalorização cambial. Fonte: Banco Central do Brasil

Fonte: STN

Tabela 3.9.

Evolução da Carga Tributária no Brasil - Por Nível de Governo - 2003 a 2010

| | Em % do PIB | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| carga tributária (oficial - IBGE) | 31,9 | 32,8 | 33,83 | 34,1 | 34,7 | 34,9 | 33,7 | |
| carga tributária (estimativa SRF) | 31,4 | 32,2 | 33,4 | 33,4 | 34,0 | 34,1 | 33,1 | 33,6 |
| governo federal | 21,6 | 22,3 | 23,2 | 23,3 | 23,9 | 23,9 | 23,1 | 23,5 |
| orçamento da seguridade social | 11,9 | 12,7 | 13,1 | 13,1 | 13,3 | 12,4 | 12,4 | 12,5 |
| fiscal | 7,2 | 7,1 | 7,7 | 7,9 | 8,2 | 9,1 | 8,3 | 8,4 |
| demais /1 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,4 | 2,5 | 2,5 |
| governo estadual | 8,4 | 8,6 | 8,7 | 8,6 | 8,5 | 8,7 | 8,5 | 8,5 |
| governo municipal | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,6 |

Fontes: Receita Federal (2011) Carga Tributária no Brasil 2010 (para os anos de 2006 a 2010),
Receita Federal (2008) Carga Tributária 2007 (para os anos de 2003 a 2005)
IBGE

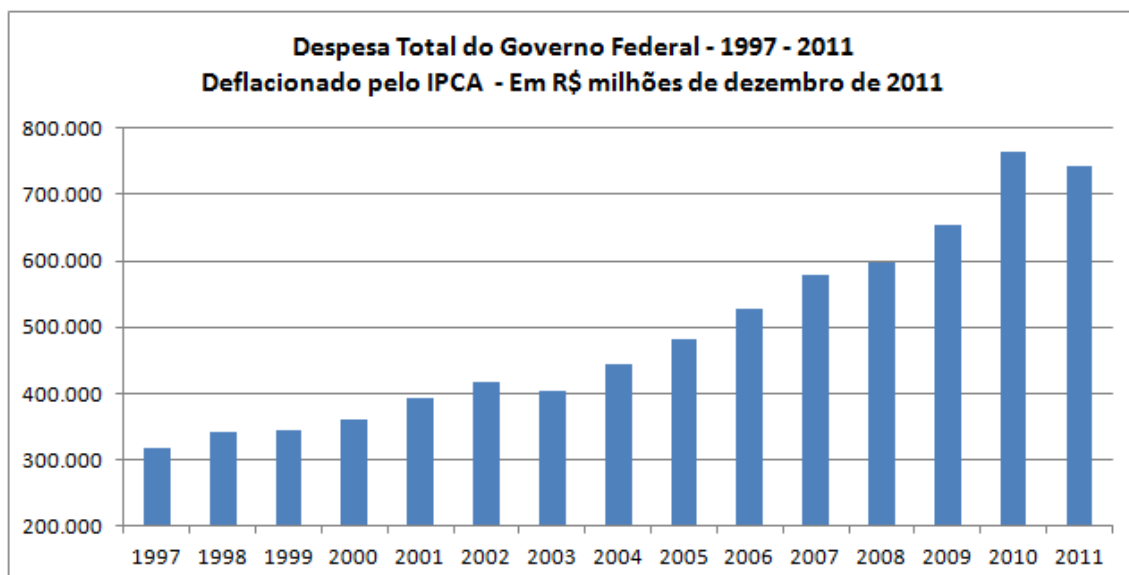
Nota: /1 Inclui contribuição para o FGTS, cide combustíveis, cide remessas, Fundaf, outras contribuições econômicas, salário educação e contribuições para o Sistema S

O comportamento das receitas do governo central, especificamente em 2003 e em 2009, em parte, é esclarecido pela desaceleração da atividade econômica (resposta à elevação da taxa de juros, em 2003, e consequência dos efeitos da crise do subprime em 2009), mas também coincide, em 2009, com os esforços do governo federal para atenuar os efeitos da crise internacional deflagrada em setembro de 2008 sobre a economia brasileira. O governo federal propôs, com a finalidade de estimular o crescimento, as desonerações dos (i) Imposto sobre Produtos Industrializáveis -IPI incidente sobre bens de capital, automóveis, linha branca e material de construção (Realizada por meio de mais de dez decretos após setembro de 2008 e ao longo de 2009); e (ii) Imposto de Renda da Pessoa Física para as classes de renda mais baixas através da

reestruturação do sistema de alíquotas (que passou a vigorar no ano calendário de 2009 em uma estrutura de cinco alíquotas (0%; 7,5%; 15%; 22,5% e 27,5%) (Lei 11.945, de 04 de junho de 2009). Ainda assim, observa-se aumento da carga tributária global e do governo central, entre 2003 e 2010.

O aumento da arrecadação tributária permitiu alcançar as metas fiscais em um contexto de gastos crescentes. Ou seja, identifica-se uma política fiscal expansionista, a despeito da manutenção de superávits primários elevados. A despesa total federal cresceu mais de 80% em termos reais entre 2003 e 2010 quando deflacionada pelo IPCA, ou seja, em média 7,8% ao ano (conforme Tabelas 3.8 e 3.9 e Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2



No plano federativo, constatam-se que as transferências a estados e municípios cresceram ao longo do período como proporção do PIB. Em outras palavras, a participação percentual dos governos subnacionais na receita da União elevou-se. Somente em 2009 e 2010 constata-se uma redução na participação dos governos subnacionais e este processo está relacionado à reação fiscal da União à crise de 2008, que privilegiou desonerações tributárias em impostos legalmente partilhados com os governos subnacionais.

Em 2008-2010, a política fiscal privilegiou reduções de alíquotas e isenções no Imposto de Renda (IR) e no Imposto sobre Produto Industrializado (IPI) - base de incidência da principal transferência federal aos governos subnacionais, a saber, o Fundo de Participação dos Estados (FPE) e o Fundo de Participação dos Municípios (FPM). Deste modo, o ônus da política fiscal conduzida pelo governo federal para lidar com retração da atividade econômica, após o agravamento da crise financeira do subprime em setembro de 2008, foi partilhado com os estados, na medida em que a Medida Provisória nº 462, de 14/05/2009, assegurava a manutenção do mesmo patamar de transferências associadas ao FPM em 2009 daquele efetivado em 2008 a despeito da queda na arrecadação federal.

Em compensação, o governo aumentou o aporte de recursos federais em obras realizadas conjuntamente com os governos subnacionais em 2009 (ainda

que, ao contrário das regras claras definidas para a partilha do FPM e do FPE, os critérios de concessão tenham sido definidos *ad-hoc*).

Ainda assim, a receita líquida de transferências cresceu a taxas reais entre 2003 e 2010, o que permitiu o aumento do gasto sem que o superávit primário fosse ameaçado.

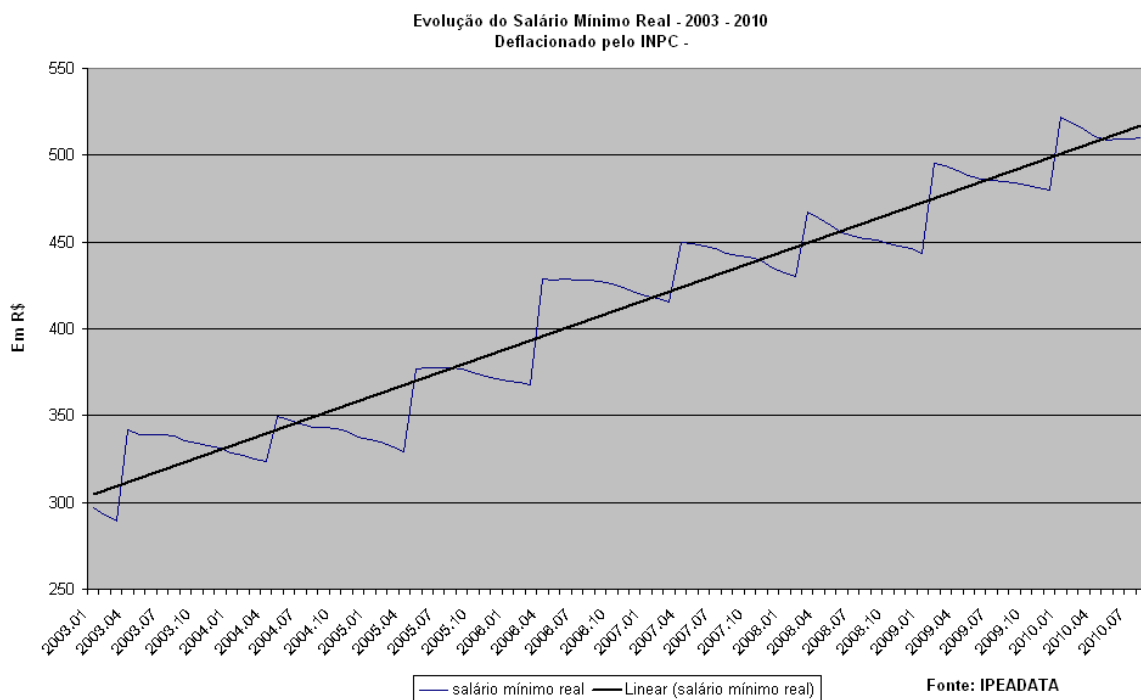
O gasto público concretiza-se em políticas de diferentes matizes e com distintos impactos macroeconômicos. Torna-se necessário identificar como se distribui o aumento da despesa federal. Assim, pode-se desagregar o comportamento do gasto em (i) relativa estabilidade dos gastos com pessoal; (ii) aumento dos benefícios previdenciários; e (iii) elevação das despesas de custeio de capital.⁴¹

Os gastos com pessoal mantiveram-se relativamente estáveis, em termos de percentual do PIB, entre 2003 e 2010, não obstante a reestruturação de um expressivo número de carreiras ao longo do segundo mandato (que significou, em última instância, aumentos reais expressivos de salário). O cronograma de reajustes reais concedidos ao funcionalismo, que haviam sido pactuados, ao longo de 2006 e 2008, e escalonados em três ou mais anos, foram respeitados mesmo no auge da crise do subprime.

⁴¹ Em 2010, ocorreu extraordinariamente uma capitalização da Petrobras (de 1,14% do PIB), que, portanto, não será tratada na análise da evolução do resultado fiscal do governo central.

Ao longo do governo Lula, houve aumento das despesas previdenciárias, em percentual do PIB. Pode-se atribuir isto ao crescimento vegetativo dos gastos previdenciários em decorrência do processo esperado de envelhecimento da população e à política de concessão de aumentos reais ao salário mínimo (inclusive quando a crise do subprime se agrava em 2008) (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3.



Entretanto, a crescente formalização observada no mercado de trabalho e a queda no desemprego levaram a um aumento de receitas previdenciárias, contrabalançaram a elevação das despesas e possibilitaram a redução do déficit previdenciário entre 2003 e 2008, permitindo inclusive que a previdência

social urbana após 2009 se tornasse superavitária (invertendo tendência observada desde 2001). Ou seja, como subproduto do crescimento da economia e da redução da pobreza houve aumento da arrecadação e, conseqüentemente, equilíbrio das contas públicas.

Por fim, houve aumento do gasto em praticamente todas as rubricas de despesas de custeio e capital, que se eleva 3,0 pontos percentuais do PIB entre 2003 e 2010, reflexo da ênfase na política social e nos investimentos (este último especialmente no segundo mandato do governo Lula). Assim, os benefícios financiados pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), os desembolsos associados à Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS) e Renda Mensal Vitalícia (RMV) e as outras despesas de custeio e capital (onde se contabilizam os investimentos e os gastos com a Bolsa-Família) cresceram expressivamente.

Houve aumento dos gastos financiados pelo FAT, destinados ao pagamento do abono salarial e seguro desemprego. A maior formalização e a mudança transitória da legislação com o prolongamento do seguro desemprego em mais duas parcelas⁴² como medida de combate à crise contribuíram para este resultado.

⁴² Resolução nº 592 do Ministério do Trabalho e do Emprego, de 11/02/2009 – republicada no DOU em 27/03/2009.

As despesas com benefícios assistenciais no âmbito da Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS) e Renda Mensal Vitalícia (RMV) mais do que dobraram ao longo do governo Lula, com um aumento de 0,26 ponto percentual do PIB em 2003 para 0,59 ponto percentual do PIB em 2010. Estes benefícios asseguraram o pagamento de um salário mínimo para idosos com mais de 70 anos ou inválidos que não podiam exercer atividades laborais. A trajetória desta rubrica acompanha o crescimento real do salário mínimo e o envelhecimento da população.

As outras despesas de custeio e capital cresceram 1,4 pontos percentuais do PIB e nela estão preponderantemente os gastos discricionários do governo central⁴³. Entre os gastos discricionários (e dispostos nesta rubrica), encontram-se os investimentos e o programa do Bolsa Família. Os gastos discricionários geralmente são os primeiros a serem revistos quando há contingenciamento de gastos, pois não são definidos por lei: como o próprio nome diz, são discricionários.

Assim, o programa Bolsa Família depende da dotação orçamentária. Portanto, o programa não é um direito. O escopo do programa (ou seja, a definição dos gastos a serem alocados no programa) depende de uma decisão de cunho

⁴³ Já que sobre os demais gastos, a interferência do governo ocorre de modo indireto, por exemplo, quando são definidos aumentos reais sobre o salário mínimo (com impactos sobre as despesas com benefícios assistenciais e previdenciários) ou introduzidos planos de carreira (e consequentes reajustes salariais) para o funcionalismo público.

político. O programa do Bolsa Família, criado em 2004 pela lei nº 10.836, de 09 de janeiro de 2004, representou a unificação de programas como o Bolsa Escola, o Bolsa Alimentação, o Auxílio-Gás e Fome Zero, em uma programa de transferência de renda com condicionalidades. A concessão do benefício é condicionada ao cumprimento de algumas obrigações (como, por exemplo, manutenção de crianças entre 7 e 14 anos na escola). (Tavares, Pazello, Fernandes e Camelo (2009)) Aqui cabe ressaltar que o programa, considerado fundamental no processo de redução da pobreza, representava somente 2,1% do dispêndio total do governo central, ou seja, 0,37 ponto percentual do PIB, em 2009. Ou seja, em seu ápice, o programa Bolsa Família absorvia recursos da ordem de R\$ 12,3 bilhões e contemplava, em 2009, 12,4 milhões de famílias⁴⁴(IPEA (2011)).

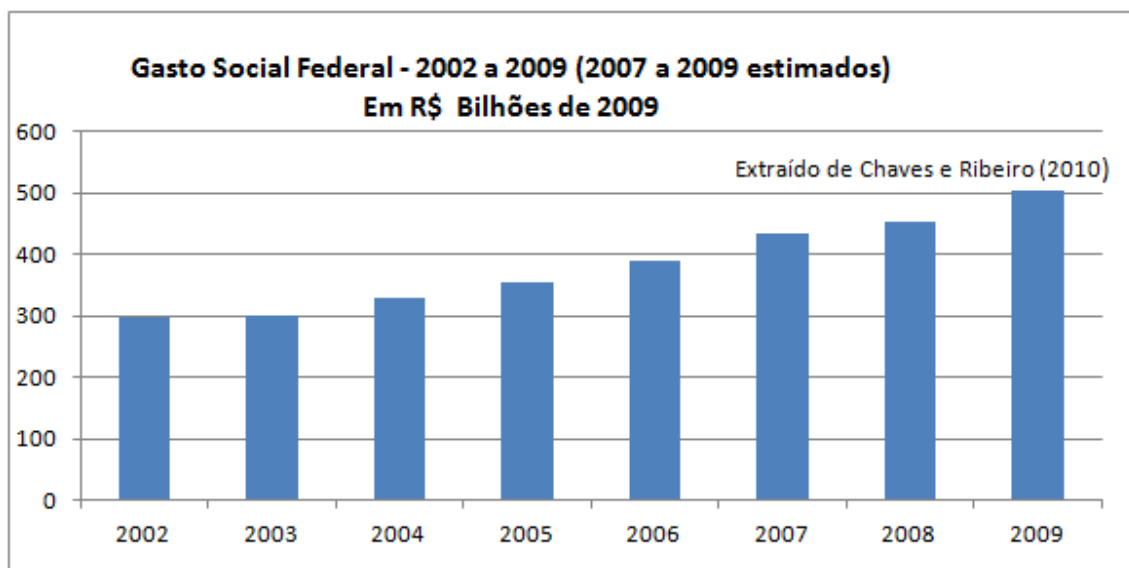
A ênfase conferida pelo governo Lula à política social (já constatada na análise do Resultado Fiscal do Governo Central) levou a um aumento expressivo do gasto social agregado, conforme mensurado pela Diretoria de Estudos Sociais do IPEA⁴⁵ (IPEA (2010)). Conforme se observa no Gráfico 3.4, o gasto social federal se expandiu de R\$ 300 bilhões, em 2003, para R\$ 504 bilhões, em 2009. O crescimento real do gasto social (67,8%), em termos reais, é próximo

⁴⁴ Como resposta à crise deflagrada em 2008, houve um incremento dos gastos sociais em 2009, com a ampliação da proteção social. (IPEA 2010). Consequentemente, o ápice, no governo Lula, tanto em termos de beneficiários do programa Bolsa Família, quanto do volume de gastos neste programa ocorreu em 2009-2010.

⁴⁵ A Diretoria de Estudos Sociais do IPEA dispõe de uma metodologia de cálculo própria para os gastos sociais. A análise da execução orçamentária se dá com dados obtidos diretamente do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI).

à variação do salário mínimo no período (61,4%). Como uma parte expressiva do gasto social tem como referencial o salário mínimo, isto explica a elevada correlação entre a taxa de crescimento de ambos.

Gráfico 3.4.



O gasto social, ao longo do governo Lula, cresceu, em termos reais, acima de 8% e, em 2007 e 2009, 11% (Chaves e Ribeiro (2010)). O aumento contínuo do gasto social iniciou-se em 2004, reforçando o papel desempenhado por esta política ao longo do governo Lula, e é intensificado nas épocas de crise, denotando a adoção de uma política fiscal anticíclica. ⁴⁶

Além da política social, houve uma preocupação em reestabelecer a capacidade de investir do governo federal no segundo mandato de Lula. Para

⁴⁶ Os dados da execução orçamentária em 2010 (IPEA 2012) sugerem que o gasto continuou a subir, em termos reais, em 2010.

tanto, foi instituído o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), consubstanciando-se em um dos principais programas de governo entre 2007 e 2010. Esta ênfase nos investimentos levou ao crescimento expressivo, em termos relativos, dos gastos na rubrica (conforme Tabela 3.9), ainda que possamos fazer algumas ressalvas ao dado, especialmente quando o investimento está se acelerando⁴⁷.

Constata-se, assim, que ao longo do governo Lula houve aumento da receita e de gastos (inclusive entre os discricionários), em um ambiente de disciplina fiscal. Assim, a combinação excepcional e insólita de RMI (no caso específico do Brasil, em que a elevada dívida requereu elevados superávits primário desde 1999, conforme discutido na seção 3.2) e gastos públicos crescentes caracterizou o primeiro e, especialmente, o segundo mandato do governo Lula. Além disso, alterações na política do salário mínimo, reajustes salariais concedidos ao funcionalismo (com a elevação do rendimento real pago) e expansão das despesas discricionárias (com destaque para o programa Bolsa Família e os investimentos) levaram à reestruturação dos gastos federais.

⁴⁷ Optou-se por manter na tabela 3.8 a informação oficial, ainda que, em Gobetti (2007), o autor critica a metodologia até então adotada para a mensuração do investimento público pela Secretaria do Tesouro Nacional. Ele reconstrói a série e defende que a sua metodologia é a que mais se aproxima do investimento efetivamente pago.

3.3.3. A Reestruturação do Gasto no Governo Lula

Esta seção baseia-se em artigo de Orair e Gobetti (2010). Os autores propõem-se a reagregar os dados disponíveis no Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI)⁴⁸ em variáveis macroeconômicas. O SIAFI é um sistema organizado para a gestão orçamentária. A composição da despesa do governo central no Resultado Fiscal do Governo Central (Tabela 3.8) é obtida a partir da agregação de microdados obtidos no SIAFI. Ou seja, o resultado acima da linha no nível federal é obtido com base nas informações do SIAFI. Esta agregação responde à demanda dos gestores das contas públicas, mas sob o ponto de vista macroeconômico é insatisfatório. Por exemplo, outras despesas de capital consideram os repasses para o programa Minha Casa, Minha Vida no âmbito do PAC. Contudo, sob o ponto de vista macroeconômico, estes gastos não podem ser considerados como formação bruta de capital fixo. Orair e Gobetti (2010) realizaram o interessante trabalho ao utilizar as informações do SIAFI para obter variáveis de acordo com critérios macroeconômicos.

⁴⁸ “O SIAFI é um sistema informatizado que processa e controla, por meio de terminais instalados em todo o território nacional, a execução orçamentária, financeira, patrimonial e contábil dos órgãos da Administração Pública Direta federal, das autarquias, fundações e empresas públicas federais e das sociedades de economia mista que estiverem contempladas no Orçamento Fiscal e/ou no Orçamento da Seguridade Social da União.” In <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/siafi/atribuicoes.asp>

Este trabalho facilita a análise de certas variáveis referentes à política social e aos investimentos federais ⁴⁹, assim como a evolução dos componentes do gasto e a composição do gasto federal.

Os dados de Orair e Gobetti (2010), em termos agregados, corroboram o argumento de que houve elevação expressiva do dispêndio federal entre 2002 e 2010 (ainda que os autores enfoquem 2002-2009) (Tabela 3.10). Somente entre 2002 e 2009 a despesa da União aumentou 30% em termos reais (deflacionada pelo IPCA) (Tabela 3.11). Neste período, o crescimento mais acentuado da despesa não financeira (54%) do que a despesa financeira (13%) implicou uma reconfiguração do padrão de gasto federal (Tabela 3.12) e manteve inalterada a política de superávit primário.

A redistribuição do gasto público reflete a ênfase concedida pelo governo Lula à política social. O aumento real do salário mínimo de 57,6% entre 2002 e 2009 e a criação do programa bolsa-família em 2003, em grande medida, explicam o crescimento real de 76% dos outros benefícios sociais (na rubrica transferências a pessoas) (Tabela 3.10)⁵⁰.

⁴⁹ Ainda que haja indícios de que o investimento nas contas do Tesouro esteja superestimado após 2006 em decorrência de uma mudança na metodologia de cálculo, a divergência não se limita a isto. Portanto, atribui-se esta discrepância entre os dados a diferenças no cálculo das estatísticas.

⁵⁰ Gobetti e Orair (2010) consideram como “outros benefícios sociais pagos pelo governo tais como os do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e da Lei Orgânica da Assistência Social (Loas), o Seguro-desemprego e a Bolsa Família”.

As despesas diretas do governo cresceram em relação ao gasto total. Enquanto o consumo do governo manteve-se estável, a formação bruta de capital fixo aumentou sua participação relativa. Entre 2002 e 2009, a formação bruta de capital fixo elevou-se em termos reais mais de 100% (Tabela 3.11). Contudo, o crescimento sobre a base restrita levou a que, em 2009, a formação bruta de capital fixo respondesse somente por 1,5% do gasto total (Tabela 3.12).

Esta reagregação dos gastos revela que:

- (i) a despesa financeira reduziu sua participação percentual no gasto agregado;
- (ii) o consumo do governo manteve-se estável, enquanto a formação bruta de capital fixo teve um pequeno aumento em termos percentuais (tabela 3.12); e
- (iii) as transferências cresceram, especialmente em decorrência dos benefícios sociais e das transferências realizadas com vinculação explícita a programas de saúde e educação.

O comprometimento do governo Lula com as políticas sociais e a tentativa de aumentar o dispêndio com investimento estão evidentes na análise das Tabelas 3.8, 3.10, 3.11 e 3.12. Os gastos não foram simplesmente direcionados para educação e saúde (conforme sugeria o Consenso de

Washington – vide acima), mas foram realizados com a finalidade de combater a pobreza e estimular o crescimento. Assim, o comprometimento do governo presente na Carta aos Brasileiros, de 2002, de manter medidas pró-mercado deu-se primordialmente através da manutenção de superávits primários expressivos, em um contexto de crescimento e reestruturação do gasto.

Tabela 3.10

Despesas da União por Classes e Subclasses Macroeconômicas em Valores Reais - 2002 a 2009

Em R\$ bilhões de junho de 2009

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| I. Despesas Não Financeiras | 452,0 | 427,8 | 468,2 | 511,8 | 559,5 | 605,3 | 655,2 | 696,6 |
| 1. Despesas Diretas Não Financeiras. | 112,9 | 94,4 | 102,7 | 111,6 | 120,1 | 128,8 | 134,4 | 153,6 |
| 1.1. Consumo do governo | 103,2 | 89,6 | 95,0 | 101,6 | 108,1 | 114,4 | 119,0 | 132,9 |
| Salários | 55,1 | 50,9 | 53,2 | 55,1 | 60,8 | 66,1 | 70,0 | 78,1 |
| Consumo intermediário | 34,3 | 26,6 | 27,2 | 28,8 | 28,8 | 31,6 | 31,7 | 34,0 |
| Outros Consumos | 13,8 | 12,1 | 14,6 | 17,6 | 18,5 | 16,7 | 17,4 | 20,8 |
| 1.2. Despesas de Capital Fixo | 9,6 | 4,8 | 7,6 | 10,0 | 12,0 | 14,4 | 15,4 | 20,7 |
| Formação Bruta de Capital Fixo | 9,1 | 4,1 | 6,3 | 8,1 | 10,3 | 12,6 | 14,3 | 19,6 |
| Outras despesas do de capital | 0,6 | 0,7 | 1,3 | 1,9 | 1,7 | 1,8 | 1,1 | 1,2 |
| 2. Transferências | 339,2 | 333,3 | 365,5 | 400,2 | 439,4 | 476,6 | 520,7 | 543,0 |
| 2.1. Transferências a Famílias | 205,5 | 212,8 | 233,3 | 252,1 | 277,9 | 298,3 | 314,1 | 342,9 |
| Benefícios dos servidores inativos e pensionistas | 47,3 | 44,6 | 46,3 | 48,2 | 51,7 | 54,5 | 57,9 | 63,7 |
| Outros benefícios sociais | 158,2 | 168,3 | 186,9 | 203,9 | 226,2 | 243,8 | 256,2 | 279,2 |
| 2.2. Transf. a instituições privadas sem fins lucrativos | 5,9 | 5,5 | 5,3 | 6,3 | 7,9 | 8,1 | 6,6 | 8,3 |
| Subsídios | 2,9 | 3,4 | 2,8 | 3,4 | 4,6 | 4,9 | 3,6 | 5,6 |
| Instituições privadas sem fins lucrativos | 3,0 | 2,1 | 2,5 | 3,0 | 3,3 | 3,2 | 3,0 | 2,7 |
| 2.3. Transferências Intergovernamentais | 127,8 | 115,0 | 126,9 | 141,7 | 153,6 | 170,1 | 200,0 | 191,8 |
| Legais e constitucionais | 91,9 | 86,4 | 91,2 | 105,2 | 111,5 | 121,2 | 143,0 | 129,7 |
| Voluntárias | 15,6 | 7,4 | 8,9 | 8,0 | 11,0 | 12,0 | 17,2 | 17,5 |
| Programas de saúde e educação | 20,4 | 21,3 | 26,9 | 28,5 | 31,1 | 36,9 | 39,8 | 44,6 |
| II. Despesas Financeiras | 589,8 | 733,1 | 675,9 | 784,3 | 768,2 | 709,2 | 628,2 | 668,3 |
| Inversões financeiras | 33,5 | 21,9 | 24,2 | 21,8 | 22,7 | 29,4 | 40,5 | 26,3 |
| Juros e encargos da dívida | 85,8 | 86,5 | 95,1 | 106,3 | 173,6 | 155,7 | 116,1 | 124,2 |
| Amortização da dívida | 470,5 | 624,8 | 556,6 | 656,2 | 571,9 | 524,0 | 471,6 | 517,8 |
| III. Demais despesas | 1,6 | 1,3 | 1,5 | 1,9 | 1,7 | 2,2 | 1,8 | 1,1 |
| Despesas da União | 1.043,4 | 1.162,1 | 1.145,6 | 1.298,0 | 1.329,4 | 1.316,6 | 1.285,2 | 1.366,0 |

Fonte: Elaboração de Orair e Gobetti (2010) com a utilização de dados do Siga Brasil/Siafi. Extraído da página 18.

Obs. Os valores em milhões de R\$ de junho de 2009, convertidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mensal.

Tabela 3.11.

Despesas da União por Classes e Subclasses Macroeconômicas em Valores Reais - 2002 a 2009

| | Número Índice 2002 = 100 | | | | | | | |
|--|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| I. Despesas Não Financeiras | 100 | 95 | 104 | 113 | 124 | 134 | 145 | 154 |
| 1. Despesas Diretas Não Financeiras. | 100 | 84 | 91 | 99 | 106 | 114 | 119 | 136 |
| 1.1. Consumo do governo | 100 | 87 | 92 | 98 | 105 | 111 | 115 | 129 |
| Salários | 100 | 92 | 97 | 100 | 110 | 120 | 127 | 142 |
| Consumo intermediário | 100 | 77 | 79 | 84 | 84 | 92 | 92 | 99 |
| Outros Consumos | 100 | 88 | 106 | 128 | 134 | 122 | 126 | 151 |
| 1.2. Despesas de Capital Fixo | 100 | 50 | 79 | 104 | 125 | 150 | 160 | 215 |
| Formação Bruta de Capital Fixo | 100 | 45 | 70 | 90 | 114 | 139 | 158 | 216 |
| Outras despesas do de capital | 100 | 128 | 231 | 336 | 307 | 323 | 192 | 211 |
| 2. Transferências | 100 | 98 | 108 | 118 | 130 | 140 | 154 | 160 |
| 2.1. Transferências a Famílias | 100 | 104 | 114 | 123 | 135 | 145 | 153 | 167 |
| Benefícios dos servidores inativos e pensionistas | 100 | 94 | 98 | 102 | 109 | 115 | 122 | 135 |
| Outros benefícios sociais | 100 | 106 | 118 | 129 | 143 | 154 | 162 | 176 |
| 2.2. Transf. a instituições privadas sem fins lucrativos | 100 | 92 | 90 | 107 | 134 | 137 | 112 | 140 |
| Subsídios | 100 | 116 | 98 | 118 | 161 | 171 | 127 | 193 |
| Instituições privadas sem fins lucrativos | 100 | 70 | 81 | 97 | 108 | 105 | 98 | 90 |
| 2.3. Transferências Intergovernamentais | 100 | 90 | 99 | 111 | 120 | 133 | 157 | 150 |
| Legais e constitucionais | 100 | 94 | 99 | 115 | 121 | 132 | 156 | 141 |
| Voluntárias | 100 | 47 | 57 | 52 | 71 | 77 | 111 | 112 |
| Programas de saúde e educação | 100 | 104 | 132 | 140 | 153 | 181 | 195 | 219 |
| II. Despesas Financeiras | 100 | 124 | 115 | 133 | 130 | 120 | 107 | 113 |
| Inversões financeiras | 100 | 65 | 72 | 65 | 68 | 88 | 121 | 79 |
| Juros e encargos da dívida | 100 | 101 | 111 | 124 | 202 | 182 | 135 | 145 |
| Amortização da dívida | 100 | 133 | 118 | 139 | 122 | 111 | 100 | 110 |
| III. Demais despesas | 100 | 81 | 96 | 122 | 109 | 139 | 115 | 72 |
| Despesas da União | 100 | 111 | 110 | 124 | 127 | 126 | 123 | 131 |

Fonte: Orair e Gobetti (2010) Elaboração própria

Obs. Os valores em milhões de R\$ de junho de 2009, convertidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mensal.

Tabela 3.12.

Despesas da União por Classes e Subclasses Macroeconômicas em Valores Reais - 2002 a 2009

| | Em Distribuição Percentual | | | | | | | |
|--|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
| I. Despesas Não Financeiras | 43,3% | 36,8% | 40,9% | 39,4% | 42,1% | 46,0% | 51,0% | 51,0% |
| 1. Despesas Diretas Não Financeiras. | 10,8% | 8,1% | 9,0% | 8,6% | 9,0% | 9,8% | 10,5% | 11,2% |
| 1.1. Consumo do governo | 9,9% | 7,7% | 8,3% | 7,8% | 8,1% | 8,7% | 9,3% | 9,7% |
| Salários | 5,3% | 4,4% | 4,6% | 4,2% | 4,6% | 5,0% | 5,4% | 5,7% |
| Consumo intermediário | 3,3% | 2,3% | 2,4% | 2,2% | 2,2% | 2,4% | 2,5% | 2,5% |
| Outros Consumos | 1,3% | 1,0% | 1,3% | 1,4% | 1,4% | 1,3% | 1,4% | 1,5% |
| 1.2. Despesas de Capital Fixo | 0,9% | 0,4% | 0,7% | 0,8% | 0,9% | 1,1% | 1,2% | 1,5% |
| Formação Bruta de Capital Fixo | 0,9% | 0,4% | 0,6% | 0,6% | 0,8% | 1,0% | 1,1% | 1,4% |
| Outras despesas do de capital | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| 2. Transferências | 32,5% | 28,7% | 31,9% | 30,8% | 33,1% | 36,2% | 40,5% | 39,8% |
| 2.1. Transferências a Famílias | 19,7% | 18,3% | 20,4% | 19,4% | 20,9% | 22,7% | 24,4% | 25,1% |
| Benefícios dos servidores inativos e pensionistas | 4,5% | 3,8% | 4,0% | 3,7% | 3,9% | 4,1% | 4,5% | 4,7% |
| Outros benefícios sociais | 15,2% | 14,5% | 16,3% | 15,7% | 17,0% | 18,5% | 19,9% | 20,4% |
| 2.2. Transf. a instituições privadas sem fins lucrativos | 0,6% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,5% | 0,6% |
| Subsídios | 0,3% | 0,3% | 0,2% | 0,3% | 0,3% | 0,4% | 0,3% | 0,4% |
| Instituições privadas sem fins lucrativos | 0,3% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| 2.3. Transferências Intergovernamentais | 12,2% | 9,9% | 11,1% | 10,9% | 11,6% | 12,9% | 15,6% | 14,0% |
| Legais e constitucionais | 8,8% | 7,4% | 8,0% | 8,1% | 8,4% | 9,2% | 11,1% | 9,5% |
| Voluntárias | 1,5% | 0,6% | 0,8% | 0,6% | 0,8% | 0,9% | 1,3% | 1,3% |
| Programas de saúde e educação | 2,0% | 1,8% | 2,3% | 2,2% | 2,3% | 2,8% | 3,1% | 3,3% |
| II. Despesas Financeiras | 56,5% | 63,1% | 59,0% | 60,4% | 57,8% | 53,9% | 48,9% | 48,9% |
| Inversões financeiras | 3,2% | 1,9% | 2,1% | 1,7% | 1,7% | 2,2% | 3,2% | 1,9% |
| Juros e encargos da dívida | 8,2% | 7,4% | 8,3% | 8,2% | 13,1% | 11,8% | 9,0% | 9,1% |
| Amortização da dívida | 45,1% | 53,8% | 48,6% | 50,6% | 43,0% | 39,8% | 36,7% | 37,9% |
| III. Demais despesas | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,2% | 0,1% | 0,1% |
| Despesas da União | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Fonte: Orair e Gobetti (2010) Elaboração própria

Obs. Os valores em milhões de R\$ de junho de 2009, convertidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mensal.

3.3.3.1. Programa de Aceleração do Crescimento

Aqui cabe fazer uma menção à importância do Programa de Aceleração do Investimento (PAC). A implementação deste programa simbolizou uma ruptura com os pressupostos ortodoxos. A concepção do PAC parte do pressuposto de que há complementaridade entre investimentos do governo e os gastos privado, em consonância com o referencial teórico keynesiano.

As medidas do PAC estão organizadas em cinco blocos, a saber:

- 1) investimento em infra-estrutura;
- 2) medidas fiscais de longo prazo;
- 3) aperfeiçoamento do sistema tributário;
- 4) incentivo ao crédito e ao financiamento; e
- 5) aprimoramento do ambiente de investimento

Os esforços de implementar o PAC defrontaram-se com a fragilidade do arcabouço técnico-jurídico e institucional. Não basta decidir investir: é necessário dispor de capacidade técnica suficiente para sustentar o processo. Ainda assim, após a implementação do PAC, houve crescimento das despesas de capital.

Em termos concretos, o aumento do investimento público no segundo mandato do governo Lula, articulado ao privado, reforçou o processo iniciado no primeiro mandato no âmbito social. A elevação do investimento, ainda que pouco expressiva sob o ponto de vista do gasto público agregado, sinalizou uma mudança qualitativa. Esta transformação torna-se ainda mais relevante quando se considera o grau de engessamento das despesas federais. Em Mora (2004), identifica-se o percentual de gasto discricionário e conclui-se que este é pouco relevante em decorrência do grau de vinculação de gastos às receitas

tributárias e às contribuições. Assim, enquanto gasto discricionário, os investimentos são particularmente sensíveis ao processo de contingenciamento de gasto. Além disso, o investimento concorria com programas como o Bolsa-família, em um contexto de elevado superávit. Portanto, o grau de manobra era muito reduzido. O programa foi um esforço de redirecionar gastos em direção aos gastos em investimento e promover o crescimento.

Segundo uma perspectiva keynesiana, os gastos, nesta rubrica, são importantes indutores da demanda agregada. O programa de aceleração do crescimento, calcado no aumento do investimento público, sugere uma perspectiva keynesiana no âmbito do gasto. Esta percepção é corroborada pela reação do governo brasileiro à crise do subprime. Por exemplo, em 2008, houve elevação dos investimentos federais (especialmente no PAC), em vistas de atenuar a queda na formação bruta de capital fixo e estimular a atividade econômica.

3.3.4. Efeitos Econômicos do Gasto Público: a falácia da composição

Esta seção baseia-se em artigo de Vaz, Mostafá e Souza (2010). Os autores discutem os efeitos macroeconômicos dos gastos sociais no Brasil, em 2006. Ainda que a análise se restrinja ao ano de 2006, este trabalho explora uma questão essencial, a saber, os efeitos multiplicadores da despesa na área social e pode ser considerado uma estimativa para os demais anos, na medida

em que a reestruturação do gasto federal ocorreu ao longo do governo Lula e não se restringiu a 2006. Este artigo reforça o argumento de que a reestruturação do gasto ao longo do governo Lula não foi neutra em termos macroeconômicos e contribuiu para o crescimento econômico por intermédio de seu impacto multiplicador sobre a renda e, conseqüentemente, sua repercussão positiva sobre a demanda agregada.

Os autores utilizam a matriz de contabilidade social (Social Accountability Matrix (SAM)) para discutir os efeitos os efeitos macroeconômicos decorrentes do gasto social no Brasil. A SAM foi fundamentada nos trabalhos de Tourinho, Silva e Alves (2006) e Tourinho (2008) e permite calcular os efeitos sobre a renda de um choque inicial.

Os autores transformaram a SAM em modelo e avaliaram os efeitos multiplicadores do gasto social. Os autores enfatizam que:

“A SAM não investiga ou dimensiona causalidades, apenas parte de pressupostos a respeito delas. De modo mais geral, este tipo de análise se assenta sobre o princípio da demanda efetiva, (...) sendo a demanda responsável por iniciar o processo de causalidade econômica (POSSAS, 1987; SILVA, 1999). Além disso, o exercício pressupõe que a oferta é perfeitamente elástica: por definição, os preços são fixos e o que varia é a produção..” (Vaz, Mostafá e Souza (2010): p. 111 e 112)

Uma série de ressalvas é realizada. Destaca-se aqui o pressuposto de oferta perfeitamente elástica. Conseqüentemente, os gastos, por exemplo, do

programa Bolsa Família serão reverberados⁵¹ e apresentarão um efeito multiplicador sobre o PIB maior do que 1. Apesar das limitações desta análise, reconhecida pelos próprios autores como um exercício⁵², os resultados podem ser considerados indicativos dos impactos econômicos do aumento dos gastos e dimensionam o papel desempenhado pelas políticas sociais no crescimento da economia e na redistribuição de renda. (Tabela 3.13 e 3.14)

Tabela 3.13.

Serviços Sociais e atividades produtivas - efeitos multiplicadores decorrentes de choques de 1% do PIB - 2006

| Tipo de choque | Variação % | |
|--|------------|--------------------|
| | PIB | Renda das Famílias |
| Consumo final da administração pública | 1,77 | 1,53 |
| Educação e Saúde | 1,78 | 1,56 |
| Educação | 1,85 | 1,67 |
| Saúde | 1,70 | 1,44 |
| Outro consumo da administração pública | 1,76 | 1,51 |
| Exportações de <i>commodities</i> | 1,40 | 1,04 |

Fontes: SCN 2006, PNAD 2006, POF 2002-2003 e outros registros administrativos.

Elaboração Vaz, Mostafá e Souza (2010)(p. 121)

⁵¹ A expansão do escopo dos programas de redistribuição de renda (concretizado especialmente via o programa Bolsa Família e benefícios vinculados ao salário mínimo) levou a que uma renda mínima fosse garantida a um universo crescente de famílias. Esta política revelou-se um importante meio para combater a pobreza nos bolsões de miséria (o percentual de famílias na pobreza em 2003 era de 35,8% e decresceu para 22,6% em 2008 (IPEADATA)), mas também foi um instrumento de política macroeconômica ao aumentar a capacidade de consumo (em decorrência do elevado comprometimento de renda com consumo nas camadas mais pobres).

⁵² Segundo os autores: “(...) embora seja necessária certa cautela na interpretação dos resultados, que devem ser tomados mais como ilustrativos do que como prescritivos.” (Vaz, Mostafá e Souza (2010): p. 122).

Tabela 3.14.

**Transferências e Pagamentos de Juros - efeitos multiplicadores
decorrentes de choques de 1% do PIB - 2006**

| Tipo de choque | Variação % | |
|--------------------------------------|------------|--------------------|
| | PIB | Renda das Famílias |
| Transferências do governo analisadas | 1,12 | 2,02 |
| Programa Bolsa Família | 1,44 | 2,25 |
| Benefício de Prestação Continuada | 1,38 | 2,2 |
| Regime Geral de Previdência Social | 1,23 | 2,1 |
| Regime Próprio de Previdência Social | 0,88 | 1,86 |
| Juros sobre a dívida pública | 0,71 | 1,34 |
| Transferência hipotética neutra | 1,06 | 1,98 |
| Transferência hipotética igualitária | 1,26 | 2,12 |

Fontes: SCN 2006, PNAD 2006, POF 2002-2003 e outros registros administrativos.

Elaboração Vaz, Mostafá e Souza (2010)(p. 123)

Os autores sugerem que a mudança na composição do gasto público ao longo do governo Lula (Tabela 3.10, 3.11 e 3.12) produziu um ciclo virtuoso. Deste modo, políticas sociais como a concessão de aumentos reais para salário mínimo (com suas repercussões sobre os benefícios concedidos no âmbito da política social do governo e seus efeitos em cadeia sobre o mercado de trabalho) e o programa Bolsa Família, assim como a ênfase em educação e saúde, contribuíram para o crescimento econômico no Brasil (Tabela 3.13 e 3.14), em decorrência da renda ser distribuída para famílias com elevada propensão a consumir. Estes resultados são consistentes com a aceleração do crescimento no Brasil ao longo do governo Lula e corroboram a teoria

keynesiana, em que a demanda cumpre um papel essencial como dinamizadora do modelo macroeconômico.

Deste modo, segundo a nossa hipótese, a reestruturação dos gastos levou a um ciclo virtuoso, ao induzir o crescimento econômico e, conseqüentemente, promover o aumento da arrecadação. Afinal, a receita tributária no Brasil é elástica com relação ao produto (Rodrigues, J. J. (1999)) . Assim, a capacidade de gasto do governo aumentou sem que a capacidade de geração de superávits primários tenha sido afetada.

3.4. Considerações Finais

A ambivalência da política macroeconômica do governo Lula manifesta-se plenamente na esfera da política fiscal. O compromisso do governo brasileiro com o RMI supunha empenho com a disciplina fiscal e, portanto, respeito às metas enunciadas pela LRF. Os elevados superávits primários obtidos pelo setor público consolidado são consistentes com a concepção teórica do novo consenso, pois, neste modelo, pressões sobre a demanda, exercidas pela política fiscal, implicam aumentos da taxa de juros e contenção consumo e do investimento privado em decorrência dos canais de *crowding out*.

Por outro lado, o governo estruturou sua política de gastos calcada no pressuposto de crescimento econômico induzido pela demanda agregada, conforme se vislumbra já no Programa Plurianual 2004-2007. Ou seja, a

política fiscal expansionista e as implicações em termos macroeconômicos não foram aleatórias, mas concebidas estrategicamente. No primeiro mandato, a ênfase nos gastos sociais já sugeria o papel da demanda agregada como indutora do desenvolvimento. A decisão de alçar o PAC como principal programa de governo no segundo mandato e, concomitantemente, a redução da meta de superávit primário de 4,25 pontos percentuais do PIB para 3,80 pontos percentuais do PIB sugerem uma maior flexibilização na condução da política macroeconômica, ainda que sob a égide do RMI.

A natureza híbrida e ambivalente do modelo tornou-se mais evidente no segundo mandato do governo Lula e foi reforçada pelas medidas adotadas pelo governo federal, a partir 2008, como resposta ao quadro recessivo que se segue ao agravamento da crise do subprime.

A adoção de um RMI, com uma política fiscal crescentemente flexibilizada, não foi desprovida de custos. Optou-se, por exemplo, pela supressão da Petrobras e da Eletrobrás do cálculo de necessidade de financiamento, quando as operações de crédito dessas estatais sugeriam uma deterioração do superávit primário. Por um lado, sugere um retorno a práticas comuns no Brasil, em que, ao invés de reconhecer que a política fiscal foi efetivamente flexibilizada, se altera o cálculo do resultado fiscal. Por outro, pode se compreender esta decisão como um modo de contornar os limites da política fiscal ortodoxa.

Pode-se argumentar que a política do possível implicou não assumir publicamente um determinado viés na condução da política macroeconômica e criou a possibilidade de construção de um arranjo macroeconômico por um curto espaço de tempo. Conforme colocado por Moraes e Saad-Filho (2011):

“Esse resultante inesperado [bom desempenho da economia] coloca-nos diante da necessidade de explicar por que a inflexão, que, desde 2006, “hibridizou” políticas macroeconômicas neoliberais com políticas contrastantes de desenvolvimento e equidade via ativismo estatal, alcançou resultados tão positivos.

(...), porque as consequências adversas das políticas neoliberais continuam a se agravar na mesma proporção em que elas obstaculizam uma maior liberdade de ação do Estado.”(Moraes e Saad-Filho (2011): p. 523-524)

4. Crédito ao Longo do Governo Lula

O regime de metas de inflação pressupõe que a consolidação dos fundamentos monetários e fiscais motive o desenvolvimento. Este modelo macroeconômico atribui à taxa de juros um papel fundamental como variável instrumental para reconduzir a inflação em direção à meta. Esta perspectiva traduz o modo como o regime de metas lida com o fenômeno complexo que se consubstancia sob a forma de inflação, a saber, por meio da administração da demanda.

Os mecanismos de transmissão da política monetária, tratados no capítulo 3, desempenham um papel essencial no modelo do regime de metas. A variação da taxa de juros implicaria efeitos sobre investimento e consumo. O modo pelo qual a taxa de juros afeta variáveis reais definirá o patamar da variável instrumental consistente com determinada meta de inflação.

A atuação eficiente do Banco Central depende da suposição de que, em última instância, as taxas de juros de diferentes modalidades de crédito são supostamente determinadas por arbitragem, referenciadas à Selic. Portanto, mudanças na taxa Selic presumivelmente afetarão a estrutura a termo de taxas de juros.

Entretanto, não obstante a manutenção da Selic em níveis elevados, houve um crescimento expressivo do crédito, entre 2004 e 2010. Este movimento ocorreu tanto no âmbito da pessoa física quanto jurídica. Ao longo deste processo,

constatou-se uma mudança no portfólio de ativos do sistema financeiro brasileiro, pois, tradicionalmente, os títulos da dívida pública, em decorrência do mix elevada rentabilidade e baixo risco, destacavam-se na carteira do sistema financeiro brasileiro. (Carvalho (2005), Prates e Biancarelli (2009)).

Argumenta-se que este processo foi impulsionado por fatores associados à oferta de crédito, mais especificamente modificações na legislação e inovações financeiras. No caso das operações com recursos livres referenciais, mudanças no ambiente institucional, caracterizadas pela introdução da possibilidade de consignar a folha de pagamento, por modificação na lei de alienação fiduciária, pela aprovação de uma nova lei de falências e pelo desenvolvimento de inovações financeiras como o lastreamento de operações de crédito em derivativos de câmbio.

Estas mudanças institucionais criaram as condições necessárias para que os bancos conseguissem uma elevada rentabilidade e, concomitantemente, proteção contra o risco implícito na concessão de crédito. Esta mutação no ambiente institucional, em um cenário de demanda reprimida por crédito e expansão da economia, contribuiu significativamente para a ampliação do crédito no Brasil.

Em um segundo momento, a elevação do crédito foi sustentada por ações deliberadas do governo, focadas inicialmente no crédito direcionado e

ampliadas, em resposta ao agravamento da crise do subprime, em direção ao crédito livre com taxas referenciais, por intermédio dos bancos federais.

Assim, o crédito foi parte essencial da estruturação da resposta bem sucedida do governo Lula aos efeitos da crise do subprime, em 2009. Face à importância assumida pelo crédito entre 2003 e 2008, o governo articulou seus esforços por meio do setor público financeiro e das estatais federais com a intenção de afastar a possibilidade de uma crise sistêmica e minimizar a contaminação da economia real.

Ao longo deste processo de expansão do crédito no governo Lula, houve, em certa medida, um descolamento entre taxas de juros incidentes sobre importantes segmentos da oferta de crédito e a taxa Selic, em decorrência da sistemática redução da taxa de juros nestas categorias. Concomitantemente, houve um aumento no prazo das operações de crédito.

Assim, ao longo do governo Lula, mudanças associadas à oferta de crédito subverteram os mecanismos de transmissão de política monetária previstos em termos teóricos. Portanto, os efeitos da elevação da Selic sobre o consumo e sobre a produção foram atenuados por um certo descolamento de uma parcela do crédito do comportamento da Selic.

A expansão do crédito e seus determinantes serão discutidos neste capítulo. Inicialmente, apresentar-se-á a evolução do crédito no Brasil no governo Lula

em uma perspectiva históricas com a finalidade de mostrar que houve uma mudança estrutural na oferta de crédito, com o aumento da participação dos bancos privados.

A segunda seção discute o aumento do crédito à pessoa física, que capitaneou o processo de ampliação da oferta de crédito. A terceira seção debate os possíveis determinantes da elevação de crédito à pessoa jurídica. A quarta seção trata o descolamento da taxa de juros de algumas modalidades de crédito da taxa Selic. Por fim, será abordada a resposta do governo brasileiro à crise do subprime no âmbito do crédito.

4.1. A Evolução do Crédito

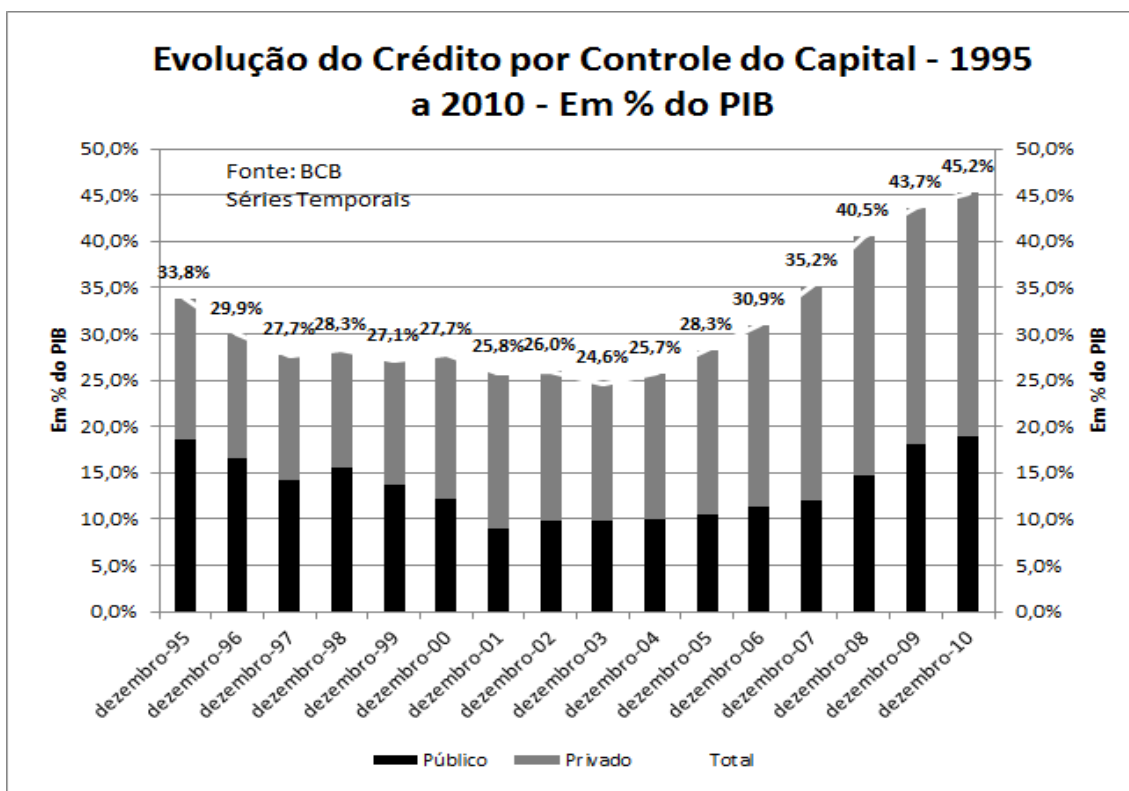
O crédito no Brasil passou por expressivas transformações ao longo das últimas duas décadas. Apresentam-se, nesta seção, as mudanças de ordem mais gerais e, posteriormente, será discutido de modo pormenorizado a que se pode atribuir estas transformações

O crédito retrocedeu ao longo da década de 90 e foi retomado, após 2003, tendo apresentado um crescimento expressivo ao longo do governo Lula (Gráfico 4.1). A redução do crédito no governo Fernando Henrique Cardoso pode ser atribuída, em grande medida, à política monetária extremamente conservadora após 1994. Havia, contudo, questões em aberto. Assim, diferentes setores foram contemplados com programas de reestruturação,

segmentados em três extensos programas, a saber, o Programa de Estímulo à Recuperação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF). O PROER, entre 1995 e 1997, levou a que alguns grandes bancos como o Nacional, o Bamerindus e o Econômico fossem saneados e colocados à venda. O PROES implicou a intervenção, a federalização das dívidas e a privatização da maioria dos bancos estaduais ao longo do Processo de Reestruturação Fiscal e Financeira dos Estados. Por fim, o PROEF permitiu a transferência de ativos com problemas de liquidação para a Empresa Gestora de Ativos (ENGEA)⁵³. Este processo contribuiu para a retração do crédito, que decaiu de 34 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 1995, para 26 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002, e implicou uma queda expressiva da participação dos bancos públicos na oferta de crédito. (conforme Gráfico 4.1 e 4.2 e Lundberg (2011))

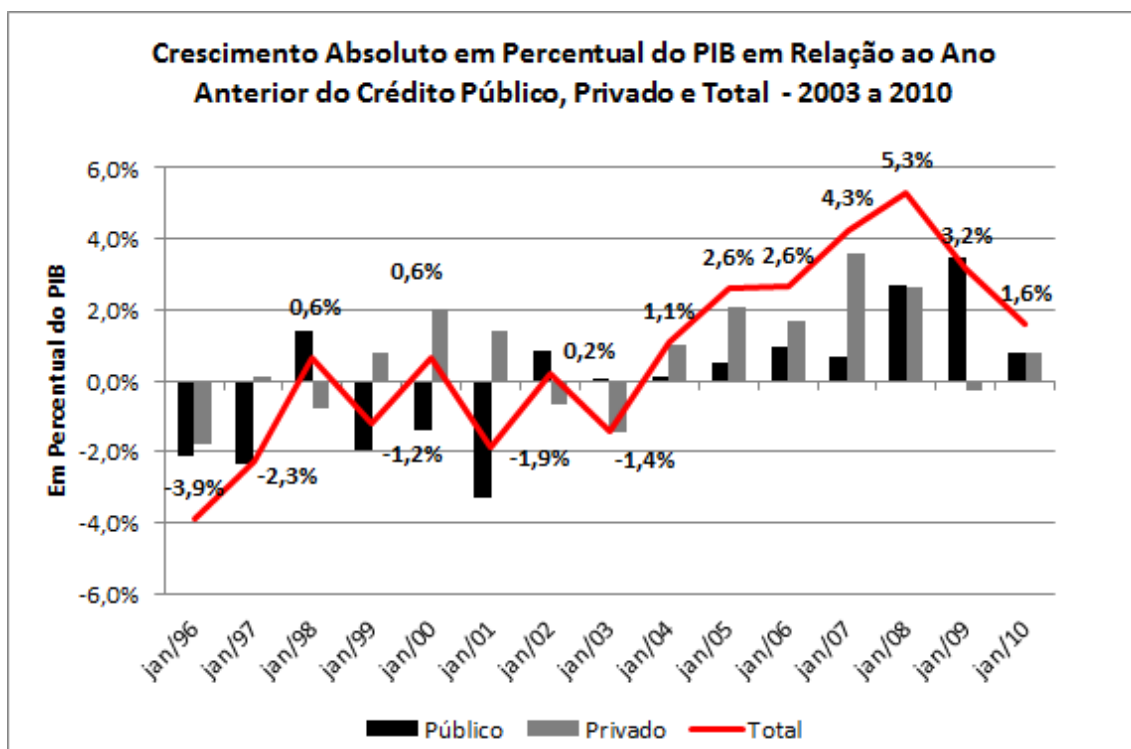
Gráfico 4.1

⁵³ Houve contratos de financiamento habitacional com sérios problemas de descasamento entre as prestações pagas e a amortização da dívida, o que originou um elevado passivo no sistema de financiamento habitacional e, conseqüentemente, afetou a situação financeira da Caixa Econômica Federal. A solução encontrada foi a capitalização da CEF e a transferência do passivo para a ENGEA. Este processo absorveu recursos financeiros da ordem de 2,1 pontos percentuais do PIB (Lundberg (2011))



Neste contexto, inicia-se o governo Lula. Consta-se que houve uma forte expansão do crédito no Brasil entre 2003 e 2010. Este processo, inicialmente, foi capitaneado pelo crédito livre ofertado pelo sistema financeiro privado e, posteriormente, sustentado pelo crédito direcionado, preponderantemente, por intermédio dos bancos públicos federais. (Gráfico 4.1) A elevação das operações de crédito implicou a amplificação da capacidade de gasto tanto das pessoas físicas quanto das pessoas jurídicas. Neste capítulo, serão discutidos, inicialmente, os determinantes deste processo.

Gráfico 4.2



O incremento do crédito, da ordem de 21 pontos percentuais do PIB, entre dezembro de 2003 e dezembro de 2010, esteve distribuído em diferentes segmentos. (Tabela 4.1). Segundo a natureza da fonte de recursos, os direcionados⁵⁴ subiram de 9,6 pontos percentuais do PIB para 16 pontos percentuais do PIB, entre dezembro de 2003 e dezembro de 2010, enquanto os recursos livres aumentaram de 15 pontos percentuais do PIB para 30 pontos percentuais do PIB, levando a que volume financiado se elevasse de 25 pontos percentuais do PIB para 45 pontos percentuais do PIB, no período em questão. O crédito à pessoa física cresceu de 09 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2003, para 21 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010,

⁵⁴Esta classificação é adotada pelo Banco Central do Brasil. O crédito direcionado emana de fonte pré-estabelecida de recursos, enquanto o crédito livre é oferecido de modo autônomo pelos bancos, de acordo com critérios de lucratividade.

enquanto, no mesmo período, os financiamentos para as empresas passaram de 15 pontos percentuais do PIB para 25 pontos percentuais do PIB. Sob o ponto de vista de controle de capital, as instituições públicas retomaram ao patamar de dezembro de 1995, enquanto as instituições privadas aumentaram, expressivamente, a concessão de crédito em termos de percentual do PIB (conforme Tabelas 4.1 e 4.2 e Gráfico 4.1 e 4.2).

Tabela 4.1.

Evolução do Crédito Livre e Direcionado por Pessoa Física e Jurídica no Brasil - Dezembro - 2002 a 2010

Em % do PIB

| | recursos livres | | | recursos direcionados | | | total | | crédito total |
|--------|-----------------|------------------|--------|-----------------------|------------------|--------|----------------|------------------|---------------|
| | peçoas físicas | peçoas jurídicas | total | peçoas físicas | peçoas jurídicas | total | peçoas físicas | peçoas jurídicas | |
| dez/02 | 6,12% | 10,13% | 16,25% | 3,21% | 6,55% | 9,76% | 9,33% | 16,68% | 26,01% |
| dez/03 | 5,94% | 9,10% | 15,04% | 3,43% | 6,14% | 9,57% | 9,37% | 15,24% | 24,60% |
| dez/04 | 7,14% | 9,24% | 16,37% | 3,37% | 5,94% | 9,31% | 10,51% | 15,18% | 25,69% |
| dez/05 | 8,88% | 9,92% | 18,80% | 3,41% | 6,06% | 9,47% | 12,29% | 15,98% | 28,27% |
| dez/06 | 10,04% | 10,99% | 21,03% | 3,75% | 6,14% | 9,89% | 13,79% | 17,12% | 30,92% |
| dez/07 | 11,93% | 12,90% | 24,83% | 4,05% | 6,29% | 10,34% | 15,98% | 19,18% | 35,17% |
| dez/08 | 13,00% | 15,73% | 28,73% | 4,55% | 7,19% | 11,74% | 17,56% | 22,92% | 40,48% |
| dez/09 | 14,50% | 14,96% | 29,47% | 5,13% | 9,07% | 14,19% | 19,63% | 24,03% | 43,66% |
| dez/10 | 14,85% | 14,75% | 29,60% | 5,79% | 9,86% | 15,64% | 20,64% | 24,61% | 45,25% |

Fonte: BCB

Tabela 4.2

Evolução do Crédito por Controle de Capital - 1995 a 2010

Em % do PIB

| | Público | Privado | Total |
|--------|---------|---------|-------|
| dez/95 | 18,6% | 15,2% | 33,8% |
| dez/96 | 16,5% | 13,4% | 29,9% |
| dez/97 | 14,2% | 13,5% | 27,7% |
| dez/98 | 15,6% | 12,7% | 28,3% |
| dez/99 | 13,6% | 13,5% | 27,1% |
| dez/00 | 12,2% | 15,5% | 27,7% |
| dez/01 | 8,9% | 16,9% | 25,8% |
| dez/02 | 9,8% | 16,3% | 26,0% |
| dez/03 | 9,8% | 14,8% | 24,6% |
| dez/04 | 9,9% | 15,8% | 25,7% |
| dez/05 | 10,4% | 17,9% | 28,3% |
| dez/06 | 11,3% | 19,6% | 30,9% |
| dez/07 | 12,0% | 23,2% | 35,2% |
| dez/08 | 14,7% | 25,8% | 40,5% |
| dez/09 | 18,1% | 25,5% | 43,7% |
| dez/10 | 18,9% | 26,3% | 45,2% |

Fonte: BCB Séries Temporais

Compreende-se que o volume de crédito na economia brasileira era relativamente baixo quando comparado a outros países e, mesmo com o crescimento observado entre 2003 e 2008-09, manteve-se abaixo de países como China, Chile e Austrália (Sant'Anna, A. A. et alli (2009)) . Havia espaço, portanto, para a expansão expressiva do crédito.

O incremento do crédito ocorreu, entre 2004 e 2007, por intermédio dos recursos livres e foi absorvido tanto pelas pessoas físicas, quanto pelas pessoas jurídicas, ainda que, inicialmente, a velocidade de crescimento do crédito à pessoa física fosse muito mais intensa. Assim, as pessoas físicas, que respondiam por 38% do total do crédito concedido com recursos livres, em dezembro de 2003, já eram responsáveis por 45% do total, em dezembro de

2007. Em 2008, a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) ⁵⁵ e redução de 30% para 20% do limite de desconto dos aposentados e pensionistas vinculados ao Regime Geral de Previdência Social foram alguns dos fatores que afetaram negativamente a expansão do crédito à pessoa física (Prates e Biancarelli (2009)).

Com a aceleração do crescimento da economia e a menor velocidade de expansão do crédito à pessoa física, os bancos buscaram intensificar a concessão de empréstimos à pessoa jurídica em 2007-08. Estes cresceram de 17 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2006, para 23 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2008.

Houve um crescimento do crédito, preponderantemente associado ao sistema financeiro privado, entre 2003 e setembro de 2008. Ao longo deste período, o volume de crédito ofertado pelo sistema financeiro privado cresceu de 16 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002, para 26 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2008. Paralelamente, o crédito provido pelos bancos públicos respondia por 12 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2007, contra os 10 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002.

A falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, explicitou a dimensão da crise do subprime e repercutiu sobre a oferta de crédito no Brasil. A partir de

⁵⁵ Decreto 6.339/08 de 03 de janeiro de 2008

então, o governo brasileiro fez uso dos bancos públicos com o objetivo de debelar a possibilidade de uma crise sistêmica de grandes proporções, com o transbordamento da esfera financeira em direção à economia real (conforme explicitado no Gráfico 4.1 e na Tabela 4.2).

Com a finalidade de atenuar a redução do crédito com recursos livres, medidas tributárias foram adotadas e os bancos públicos atuaram comprando carteiras de bancos em dificuldades e suprindo o crédito demandado pelo mercado, na medida em que os bancos privados retraíram a oferta de crédito, em um movimento de aversão ao risco e preferência pela liquidez no caso dos nacionais e, também, no caso dos bancos estrangeiros, de transferência de recursos para a matriz.

Aqui cabe mencionar que os bancos estrangeiros repatriaram recursos da ordem de US\$ 56 bilhões. (Prates e Biancarelli (2009)) Este movimento requereu a redução da carteira de crédito e a liquidação de aplicações financeiras (especialmente CDBs de instituições de pequeno porte⁵⁶) e implicou a retração da participação dos bancos estrangeiros no sistema financeiro privado brasileiro (conforme se observa na Tabela 4.3).

⁵⁶ Os bancos de médio porte foram induzidos a colocar CDBs no mercado com elevada rentabilidade e liquidez diária com a finalidade de captar recursos para fazer face aos recolhimentos compulsórios sobre as operações de leasing. (Prates e Biancarelli (2009)) Estes recolhimentos foram determinados pela Circular nº 3.375, de 31 de janeiro de 2008, publicada pelo Banco Central do Brasil.

Tabela 4.3

Evolução das Operações de Crédito por Controle de Capital - 2003 a 2010
Distribuição Percentual

| Data | Sistema Financeiro Público | Sistema Financeiro Privado | | |
|--------|----------------------------|----------------------------|-------------|-------|
| | | Nacional | Estrangeiro | Total |
| dez/03 | 39,9% | 38,6% | 21,5% | 60,1% |
| dez/04 | 38,5% | 39,6% | 21,9% | 61,5% |
| dez/05 | 36,8% | 40,8% | 22,4% | 63,2% |
| dez/06 | 36,7% | 41,3% | 22,1% | 63,3% |
| dez/07 | 34,1% | 43,8% | 22,1% | 65,9% |
| dez/08 | 36,3% | 42,8% | 21,0% | 63,7% |
| dez/09 | 41,5% | 40,1% | 18,4% | 58,5% |
| dez/10 | 41,9% | 40,8% | 17,4% | 58,1% |

Fonte: BCB - Séries Temporais

Neste processo, também houve uma expressiva elevação do crédito com recursos direcionados. O crédito direcionado permitiu ao governo evitar a inadimplência de alguns setores e estimular outros segmentos especialmente relevantes para evitar a retração da atividade econômica. Assim, o BNDES e a Caixa Econômica direcionaram esforços com a finalidade de financiar, respectivamente, o investimento privado e o setor habitacional. (Lundgren (2011)) Estes bancos participaram, deste modo, da estratégia do governo central para debelar a crise. (Tabela 4.4)

Tabela 4.4

Evolução do Crédito Direcionado por Categoria no Brasil - Dezembro - 2002 a 2010

Em % do PIB

| | recursos direcionados | | | | | | |
|--------|-----------------------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|
| | habitacional | rural | BNDES | | | outros | total |
| | | | direto | repassé | total | | |
| dez/02 | 1,53% | 1,68% | 3,37% | 2,95% | 6,32% | 0,22% | 9,76% |
| dez/03 | 1,39% | 2,03% | 3,11% | 2,78% | 5,89% | 0,25% | 9,57% |
| dez/04 | 1,27% | 2,10% | 3,06% | 2,61% | 5,67% | 0,28% | 9,31% |
| dez/05 | 1,31% | 2,10% | 3,09% | 2,69% | 5,78% | 0,28% | 9,47% |
| dez/06 | 1,46% | 2,29% | 3,03% | 2,84% | 5,87% | 0,27% | 9,89% |
| dez/07 | 1,64% | 2,41% | 2,92% | 3,09% | 6,01% | 0,28% | 10,34% |
| dez/08 | 1,97% | 2,58% | 3,55% | 3,35% | 6,90% | 0,29% | 11,74% |
| dez/09 | 2,70% | 2,43% | 4,88% | 3,86% | 8,74% | 0,33% | 14,19% |
| dez/10 | 3,49% | 2,30% | 4,72% | 4,77% | 9,49% | 0,37% | 15,64% |

Fonte: BCB

Nota: /1 A soma da pessoa jurídica e da pessoa física nos recursos direcionados não é igual ao total dos recursos direcionados em dezembro de 2011. Optou-se por manter o total dos recursos direcionados, em consonância com as demais tabelas

Após esta exposição sobre a evolução do crédito no Brasil ao longo do governo Lula, as próximas seções versarão especificamente sobre o crédito destinado à pessoa física e à pessoa jurídica. Buscar-se-á compreender os motivos que levaram à expansão acelerada do crédito, em um contexto de política monetária caracterizada por uma taxa Selic elevada, seja em termos relativos (quando comparada aos demais países), seja em termos absolutos.

4.2. Crédito à Pessoa Física

O crédito à pessoa física cresceu de 9 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002, para 21 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010. Este processo significou um aumento da ordem de 11 pontos percentuais do PIB na oferta de crédito à pessoa física, o que levou a um aumento do peso desta categoria de 36% para 46%, no crédito total, ao longo do governo Lula.

Nesta seção, serão expostas as hipóteses sobre os determinantes deste processo.

O aumento do crédito à pessoa física, inicialmente, deu-se por intermédio do crédito livre. Este cresceu de 06 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2003, para 15 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010 e se antecipou ao movimento posteriormente também observado no crédito livre concedido à pessoa jurídica (Tabela 4.1). Os dados disponíveis mostram que este processo foi liderado pelo Sistema Financeiro Privado (Gráfico 4.1 e Tabela 4.2). Deste modo, constata-se que o aumento do crédito à pessoa física inicia-se em 2004, ainda no primeiro mandato do governo Lula.

Argumenta-se que o governo Lula criou as condições para estimular a demanda por crédito. As transferências de renda no âmbito do Programa Bolsa Família (PBF) e o impacto do crescimento real do SM amplificaram a capacidade de dispêndio ao longo do primeiro mandato do governo Lula e levaram a expansão do mercado consumidor doméstico. Este processo levou a um ciclo virtuoso, com implicações sobre o emprego e sobre a renda, qualificando um maior universo de famílias enquanto tomadoras de crédito. Portanto, os gastos na área social criaram um ambiente macroeconômico favorável ao crescimento da demanda por crédito, a despeito da manutenção da Taxa SELIC em um elevado patamar.

Agora resta identificar porque houve aumento da oferta de crédito ao longo do governo Lula. O aumento da oferta de crédito ocorreu em um contexto de elevado patamar da taxa Selic. Ou seja, sequer a manutenção da taxa de juros elevada para os padrões internacionais (vide Capítulo 3) conseguiu conter a expansão do crédito.

Tabela 4.5

Evolução do Crédito com Recursos Livres - Pessoa Física - Saldo em Dezembro - 2002 a 2010

Em % PIB

| | Pessoa Física - Taxa de Juros Referencial | | | | | | | | | | | Cooperat | Leasing | Outros | Total |
|------|---|-----------------|-------------------|-------|-------------------|---------------------|-------------------|--------|-------|--------|-------|----------|---------|--------|-------|
| | Cheque especial | Crédito Pessoal | | | Cartão de crédito | Financ. Imobiliário | Aquisição de bens | | | Outros | Total | | | | |
| | | consignado | exceto consignado | Total | | | Veículos | Outros | Total | | | | | | |
| 2002 | 0,6% | 0,0% | 1,7% | 1,7% | 0,3% | 0,1% | 1,8% | 0,3% | 2,1% | 0,3% | 5,2% | 0,3% | 0,1% | 0,6% | 6,1% |
| 2003 | 0,5% | 0,0% | 1,8% | 1,8% | 0,4% | 0,1% | 1,8% | 0,3% | 2,1% | 0,3% | 5,2% | 0,3% | 0,1% | 0,4% | 5,9% |
| 2004 | 0,5% | 0,9% | 1,4% | 2,2% | 0,4% | 0,1% | 2,0% | 0,4% | 2,3% | 0,3% | 5,8% | 0,4% | 0,2% | 0,7% | 7,1% |
| 2005 | 0,5% | 1,5% | 1,5% | 3,0% | 0,5% | 0,0% | 2,4% | 0,5% | 2,8% | 0,4% | 7,2% | 0,4% | 0,4% | 0,9% | 8,9% |
| 2006 | 0,5% | 2,0% | 1,3% | 3,4% | 0,6% | 0,1% | 2,7% | 0,5% | 3,1% | 0,5% | 8,1% | 0,4% | 0,6% | 0,9% | 10,0% |
| 2007 | 0,5% | 2,4% | 1,4% | 3,8% | 0,6% | 0,1% | 3,1% | 0,5% | 3,5% | 0,5% | 9,0% | 0,5% | 1,1% | 1,3% | 11,9% |
| 2008 | 0,5% | 2,6% | 1,8% | 4,4% | 0,7% | 0,1% | 2,7% | 0,4% | 3,1% | 0,3% | 9,2% | 0,6% | 1,9% | 1,4% | 13,0% |
| 2009 | 0,5% | 3,3% | 1,7% | 5,1% | 0,8% | 0,1% | 2,9% | 0,3% | 3,2% | 0,3% | 10,0% | 0,7% | 1,9% | 1,9% | 14,5% |
| 2010 | 0,4% | 3,7% | 1,8% | 5,4% | 0,8% | 0,2% | 3,7% | 0,3% | 4,0% | 0,2% | 11,1% | 0,7% | 1,2% | 1,9% | 14,9% |

Fonte: BCB

A trajetória recente do crédito à pessoa física pode ser atribuída, em grande medida, ao comportamento do crédito consignado e ao financiamento de veículos (conforme evidenciado pela Tabela 4.5.) e, em menor medida, ao “Outros (b)”. Argumenta-se que mudanças institucionais contribuíram para a decisão do sistema financeiro nacional de expandir a oferta de crédito, com recursos livres, à pessoa física.

A introdução da possibilidade de consignação da folha de pagamento (Lei nº 10.820/03, de 17 de dezembro de 2003) ⁵⁷ e alterações na legislação sobre alienação fiduciária (Lei nº 9.514/97, de 20 de novembro de 1997, com importantes modificações impetradas pela Lei 10.931/04, de 02 agosto de 2004⁵⁸) permitiram a expansão do crédito porque atuaram tanto sobre fatores associados à oferta de crédito, com menor risco de perdas para o setor bancário, quanto à demanda por crédito, na medida em que tornaram o custo do crédito menos proibitivo, com a redução da taxa de juros em relação às alternativas existentes. Ou seja, estas alterações na legislação – com repercussões sobre a oferta e sobre a demanda por crédito – favoreceram a expansão do crédito. Em um contexto de elevação da renda e queda da desigualdade social (a serem tratadas no capítulo 5), estas mudanças institucionais criaram as condições necessárias para o crescimento do volume de crédito em uma primeira etapa.

⁵⁷ Inicialmente, a consignação da folha de pagamento foi regulamentada por meio da medida provisória 130/03, de 17 de setembro de 2003, posteriormente convertida na lei 10.820.

⁵⁸ Segundo Chalhub (2007):

“A nova lei (10.931/04) mantém a apreensão liminar do bem, mas antecipa a consolidação da propriedade no patrimônio do credor fiduciário, autorizando-o a vender o bem logo após o cumprimento da liminar de apreensão, caso o devedor não purgue a mora nos cinco dias que se seguirem a esse ato. Pelo procedimento anterior, a propriedade só se consolidava após transitada em julgado a sentença que julgasse procedente o pedido, e só aí é que o credor poderia vender o bem.”(Chalhub (2007) p. 3)

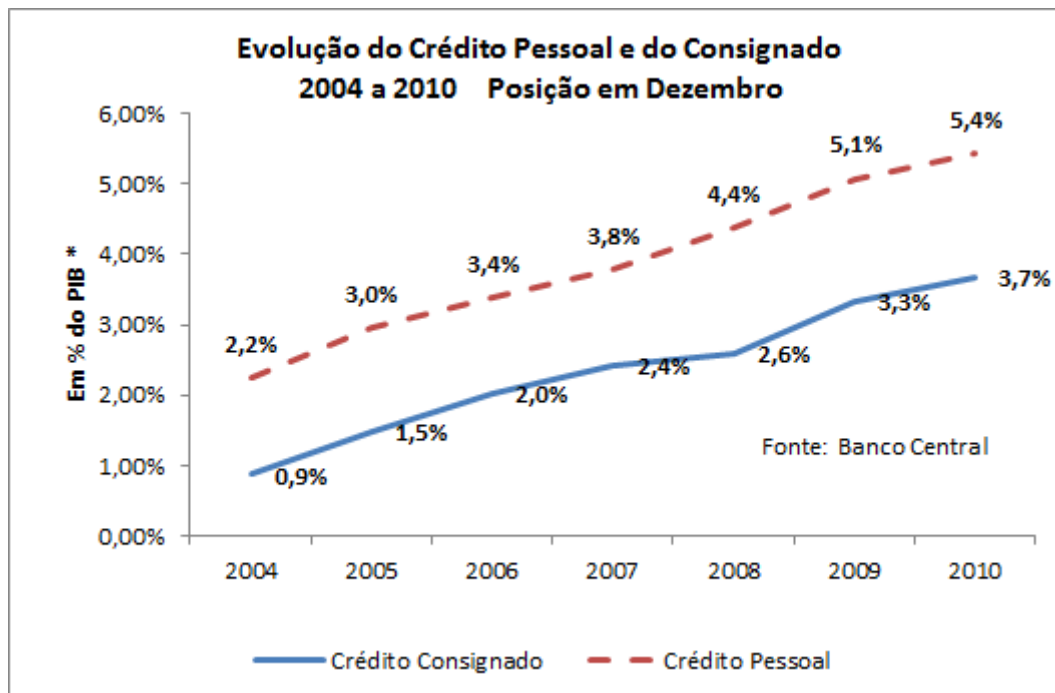
O crédito consignado – introduzido, em 2003, pela Lei no 10.820/03⁵⁹ - possibilitou o acesso ao crédito bancário por trabalhadores vinculados a determinados sindicatos, servidores públicos e aposentados a taxas de juros proporcionalmente mais baixas (que, vale frisar, ainda se mantinham elevadas, em termos absolutos). O crédito consignado cresceu de 0,9 ponto percentual do PIB, em dezembro de 2004, a 3,7 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010, quando já representava um quarto dos empréstimos livres oferecidos a pessoas físicas. Mesmo a eclosão da crise em 2008, não reduziu o ritmo de expansão desta modalidade de crédito (Tabela 4.2 e Gráfico 4.2).

A introdução do consignado alterou o perfil do crédito pessoal. Por exemplo, a taxa de juros média do crédito pessoal pré-fixado era 79,6% ao ano em janeiro 2004, enquanto o consignado é lançado a uma taxa de juros média de 41,4% ao ano (concomitantemente a uma SELIC da ordem de 16,5% ao ano). Consequentemente, a introdução do consignado e sua crescente participação no crédito pessoal levaram a uma redução do spread médio das operações de crédito pessoal (que incluem o crédito consignado) de 64,6% ao ano, em dezembro de 2003, para 31,8% ao ano, em dezembro de 2010 (segundo dados do Banco Central).

⁵⁹ Os empregados regidos pela CLT e os aposentados do INSS, segundo a lei, “poderão autorizar, de forma irrevogável e irretratável, o desconto em folha de pagamento dos valores referentes ao pagamento de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil concedidos por instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil, quando previsto nos respectivos contratos”. (Lei nº **10.820/2003**)

Constata-se que o crescimento do crédito pessoal, ao longo do governo Lula, pode ser, essencialmente, explicado pelo comportamento do crédito consignado, já que este, instituído em 2004, alcançou 3,7 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010, enquanto o aumento do crédito pessoal foi da ordem de 3,7 pontos percentuais do PIB, entre dezembro de 2002 e dezembro de 2010 (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3

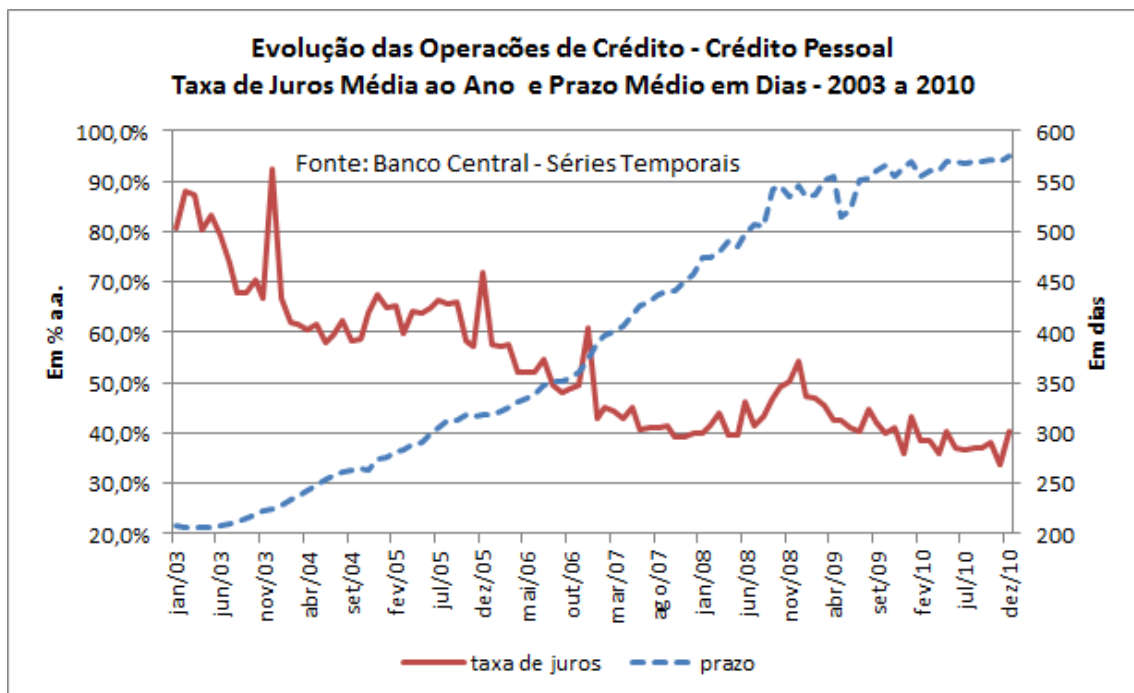


Ainda que haja diferentes modalidades de crédito pessoal, classificadas de acordo com a natureza dos juros (pré-fixado, pós-fixado, flutuante e por índice de preços), o crédito pessoal com juros pré-fixados predominou, entre 2003 e 2010, representando, ao longo deste período, pelo menos 98% do volume total.

Portanto, a análise envolvendo prazo e a taxa de juros praticada considerará estritamente as transações relativas a juros pré-fixados.

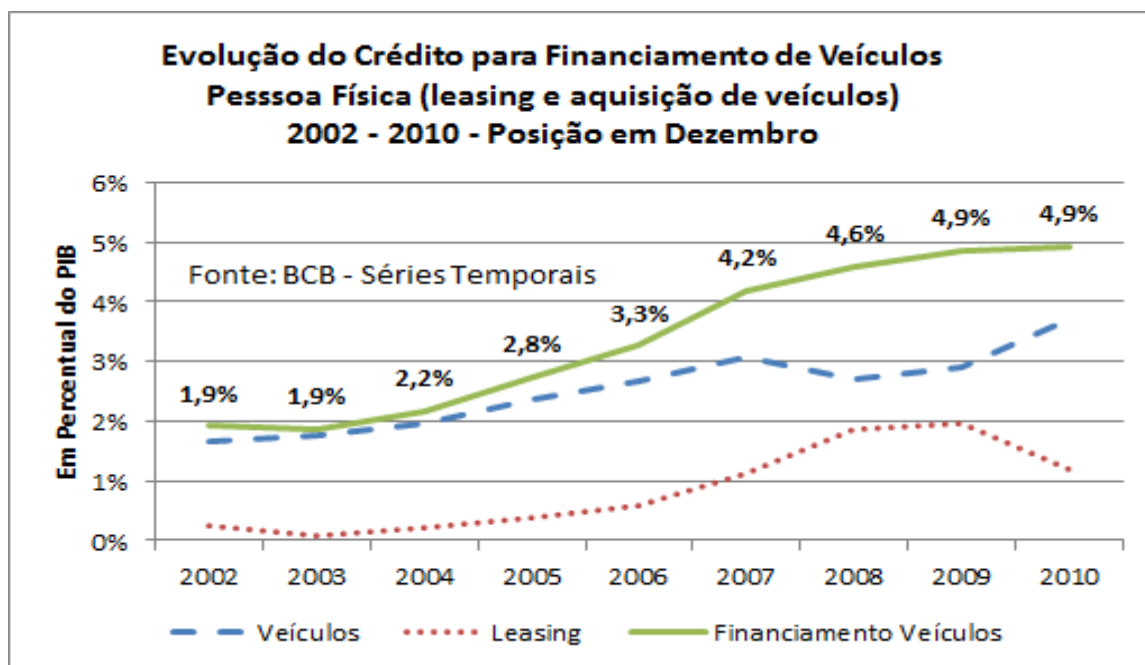
Constata-se que o impacto do consignado sobre o crédito pessoal repercutiu tanto sobre a taxa de juros média ao ano, que descendeu de um patamar de 80% a.a. para aproximadamente 40% a.a. (Gráfico 4.4). Simultaneamente, houve um aumento no prazo médio de 200 dias para mais de 550 dias (Gráfico 4.4). Ou seja, a possibilidade de consignação em folha de pagamento ocasionou a redução do custo dos empréstimos caracterizados como crédito pessoal à pessoa física e, simultaneamente, permitiu um aumento do prazo. Este processo permitiu uma redução expressiva do valor das prestações e, portanto, do comprometimento da renda dos tomadores de crédito.

Gráfico 4.4



Além do movimento observado em crédito pessoal, constata-se também um significativo aumento do crédito à veículos. O crédito à veículos, registrado tanto no financiamento à aquisição de veículos quanto no leasing, cresceu de 1,9 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2003, para 4,7 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010 (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5.

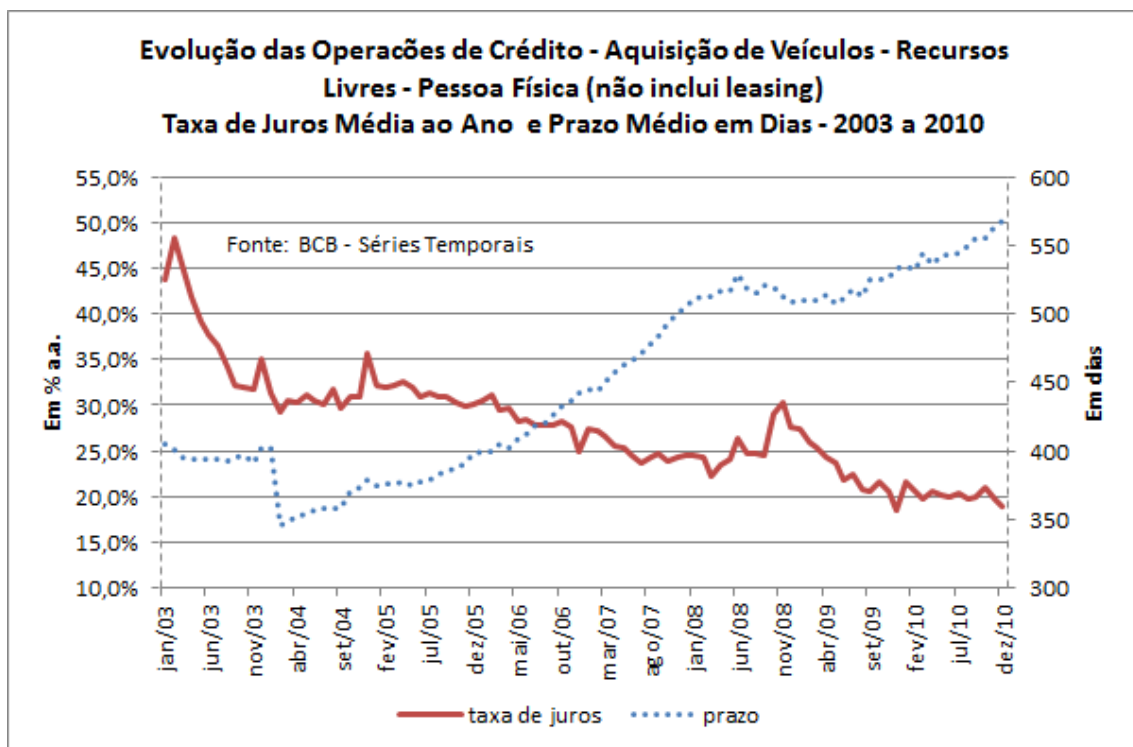


O aumento da venda de automóveis pode ser compreendido em um movimento similar ao observado no crédito pessoal. Observa-se, também, na modalidade de crédito relativa à taxa de juros referencial para a aquisição de veículos⁶⁰, um

⁶⁰ No gráfico sobre volume de crédito para financiamento de veículos, além da aquisição de veículos com taxa referencial, considerou-se também o financiamento via arrendamento mercantil. Entretanto, não há dados sobre prazo e taxas de juros para arrendamento mercantil e este representava, em dezembro de 2010, 25% do volume total de crédito para o financiamento de veículos. Optou-se por analisar a evolução das condições de financiamento

aumento do prazo e, concomitantemente, uma redução das taxas de juros praticada (conforme observado no Gráfico 4.6). O prazo médio das operações elevou-se de 400 dias, em janeiro de 2003, para mais de 550 dias, em dezembro de 2010. Paralelamente, houve uma redução da taxa de juro de mais de 40% ao ano, em janeiro de 2003, para menos de 20%, em dezembro de 2010.

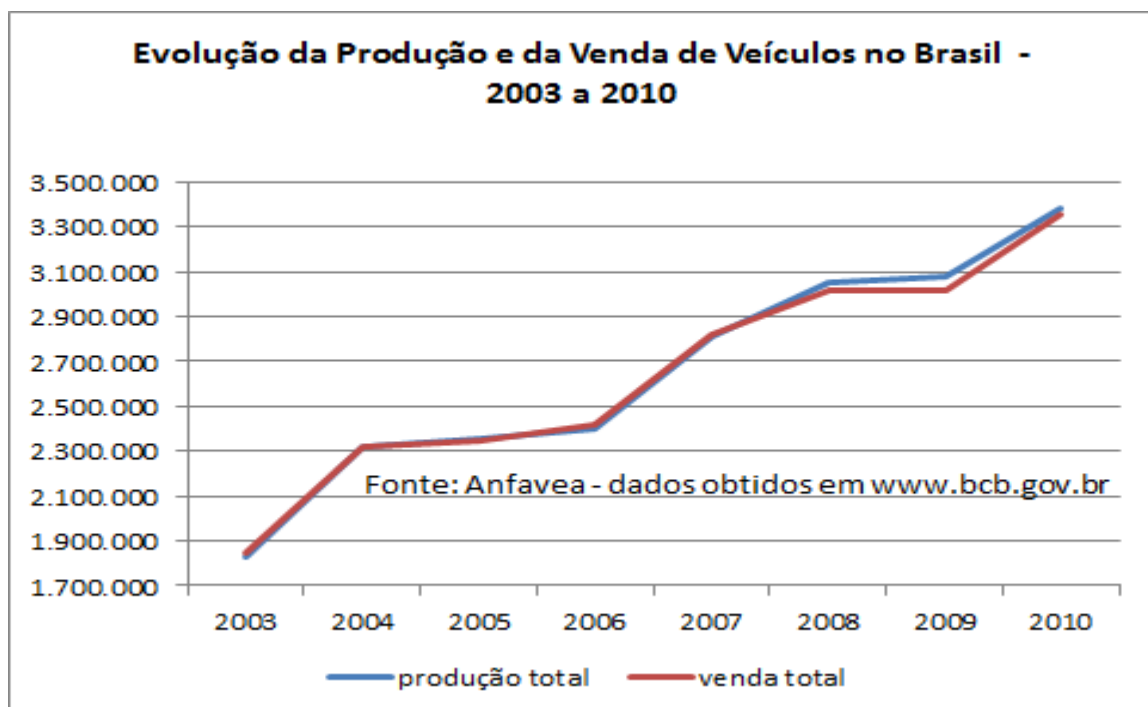
Gráfico 4.6



somente com as informações de aquisição de veículos financiados com taxa de juros referencial (conforme Tabela 4.5 e Gráfico 4.4).

Paralelamente ao aumento de crédito, ocorreu uma elevação expressiva da produção e da venda de veículos no mercado doméstico, como está evidenciado no Gráfico 4.7. Assim, pode-se supor que o aumento do crédito à pessoa física e à jurídica, em um contexto macroeconômico favorável, contribuiu para estimular a aquisição de veículos, especialmente a partir de 2004, e repercutiu positivamente sobre a produção e venda de automóveis. Assim, o financiamento de veículos contribuiu para o crescimento da frota doméstica em mais de 19 milhões de veículos somente entre 2004 e 2010 (segundo a Anfavea).

Gráfico 4.7.



Mais uma vez, constata-se que este processo qualificou um universo maior de famílias a se candidatar à aquisição de um veículo, com a redução do comprometimento da renda necessário para efetuar a transação. Assim, esta combinação de fatores permitiu que consumidores, alijados do mercado, fossem incorporados.

Argumenta-se que mudanças institucionais contribuíram para este processo, mais especificamente, o aprimoramento dos instrumentos de alienação fiduciária. As novas regras de alienação fiduciária contribuem para a compreensão do aumento do crédito para a venda de automóveis no Brasil. As alterações na legislação afetaram as operações do setor automotivo realizadas tanto no arrendamento mercantil (leasing), quanto em operações denominadas nas estatísticas do Banco Central de “Pessoa Física – Referencial para Taxa de Juros – Veículos”. Segundo Assunção et ali (2012):

“Auto loans can be granted either through “crédito direto ao consumidor” (direct consumer credit) or “arrendamento mercantil.” Both procedures are similar, and in both cases the purchaser gains ownership of the vehicle only after having fully repaid the loan. (...)” (Assunção et alli (2012): p.19)

Assunção et alli (2012) concluem que as mudanças nas regras de alienação fiduciária permitiram a expansão do crédito, com menores spreads e prazos mais longos. Este processo, segundo os autores, levou a uma maior democratização no acesso aos automóveis, o que foi corroborado pelos dados apresentados nesta seção. Assim, segundo Assunção et ali (2012):

“We provide evidence from a 2004 credit reform in Brazil that simplified the selling of repossessed cars used as collateral for auto loans. Our evidence suggests that the legal change has led to larger loans with lower spreads, longer maturities, and higher leverage. It has also brought about a “democratization” of credit, enabling riskier, low-income borrowers to obtain loans and purchase newer, more expensive cars.”
(Assunção et ali (2012): p.19)

A análise da evolução do crédito pessoal e para a aquisição de veículos sugere que medidas institucionais desempenharam um papel essencial para o desenvolvimento destes segmentos.

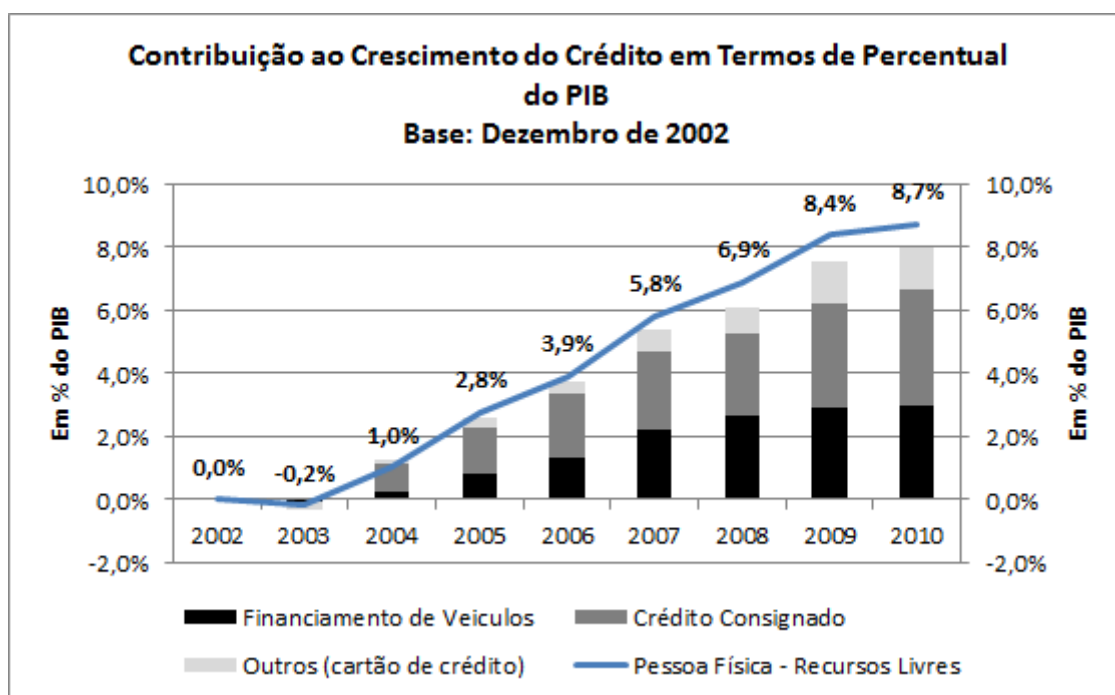
Estas medidas, ao diminuir o risco para os bancos, contribuíram para a redução das taxas de juros, o alongamento do prazo de financiamento e o aumento do volume financiado. Assim, as operações relativas à pessoa física de curtíssimo e curto prazo que respondiam por 62,9% do total em janeiro de 2004 caem para 38,1% em dezembro de 2010 em decorrência da mudança do perfil de financiamento. Neste mesmo período, as operações de longo prazo sobem de 13,2% para 22,0% do total⁶¹.

Ademais, o aumento do crédito concedido à pessoa física com recursos livres, de 6,1 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002, para 14,9 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010, pode ser atribuído, em grande medida, ao crédito consignado e ao financiamento de veículos. Ambos explicam o incremento de 6,7 pontos percentuais do PIB de um total de 8,7

⁶¹ Segundo definição do Banco Central, entende-se como: (i) curtíssimo prazo: até 180 dias; (ii) curto prazo: de 181 a 360 dias; (iii) médio prazo: de 361 a 1088 dias; (iv) longo prazo: acima de 1088 dias (Bacen (2012))

pontos percentuais do PIB. (Gráfico 4.8). O Gráfico 4.8 mostra a contribuição das principais modalidades de crédito com recursos livres destinados à pessoa física ao crescimento do crédito à pessoa física com recursos livres.

Gráfico 4.8



Além do crédito pessoal e do destinando ao financiamento de veículos, a rubrica “outros” também cresceu bastante no período. Este segmento engloba as vendas à vista no cartão de crédito, enquanto o crédito com cartão de crédito em termos da taxa de juros referencial relativo à pessoa física se refere ao crédito rotativo e parcelado. (Tabela 4.5) Portanto, constata-se um aumento expressivo ao longo do governo Lula das operações com cartão de crédito à vista, que passam de 0,4 ponto percentual do PIB, em dezembro de 2003, para 1,9 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010. Este maior uso do

cartão de crédito justifica o aumento de 1,5 pontos percentuais do PIB do crédito livre.

O crédito livre à pessoa física antecede o movimento de elevação do crédito direcionado (Gráfico 4.9) e, mesmo com a retomada do crédito direcionado em 2009-2010 (Gráfico 4.10), o crédito com recursos livres cresceu de modo muito mais acentuado ao longo do governo Lula (Gráfico 4.11). Mesmo assim, o crédito direcionado aumentou 2,6 pontos percentuais do PIB, entre dezembro de 2002 e dezembro de 2010. Resta identificar como se deu este crescimento..

Gráfico 4.9

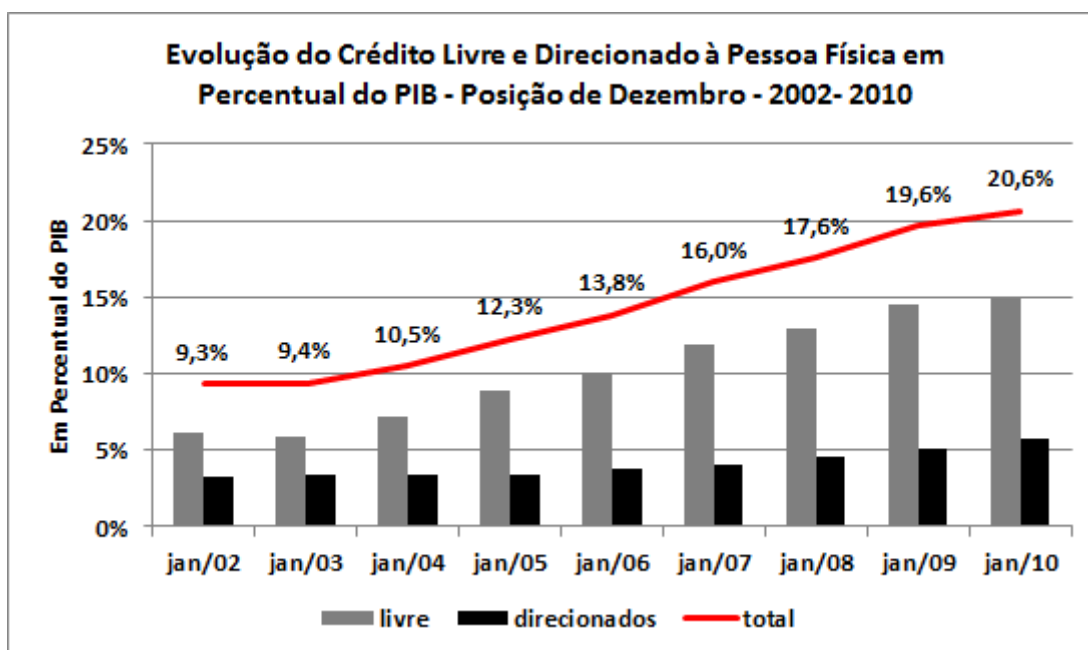


Gráfico 4.10

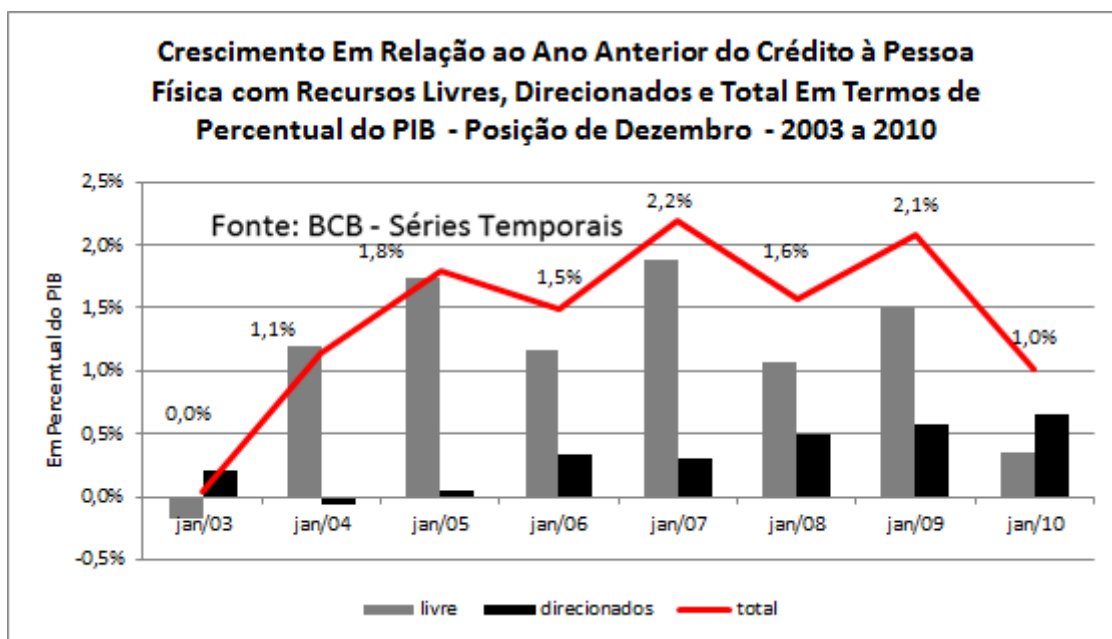
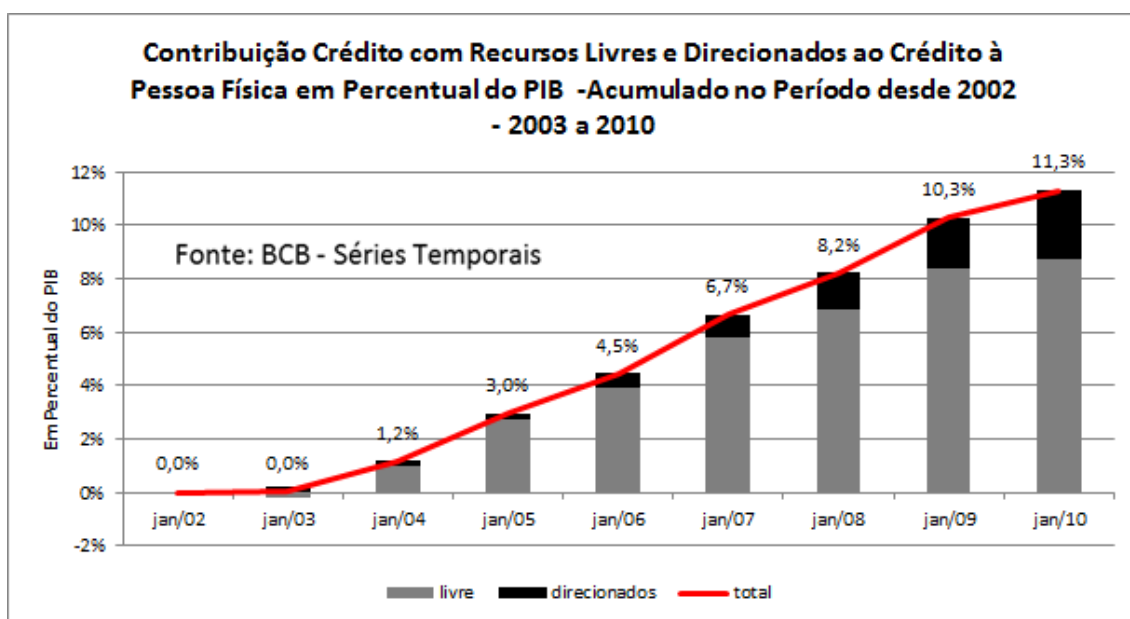


Gráfico 4.11

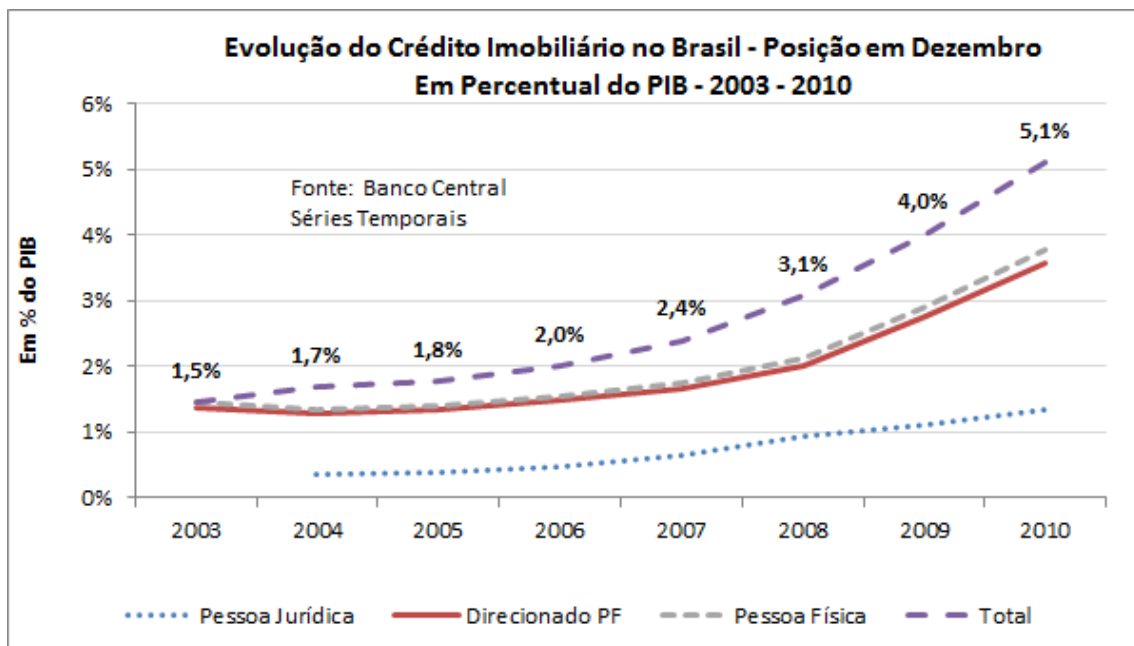


O crédito direcionado destinado à pessoa física no Brasil é composto pelo crédito rural e pelo habitacional⁶². Ao longo do primeiro mandato do governo

⁶² Os dados do Banco Central referente ao crédito direcionado à pessoa física referem-se ao crédito rural e ao habitacional. Entretanto, nem todo o crédito rural é destinado à pessoa física. Como não era possível desagregar entre pessoa física e jurídica, o Banco Central decidiu

Lula, o crédito direcionado cresceu em 2003 e, após alguns anos de relativa estabilidade, expandiu-se significativamente somente após 2008. (Gráfico 4.12)

Gráfico 4.12



O crédito rural no Brasil dispõe como fonte de recursos 25% do recolhimento obrigatório previsto para os depósitos à vista e, ao longo do governo Lula, absorveu recursos da ordem de 2,0 pontos percentuais do PIB⁶³. Segundo Freitas e Aguiar (2009)

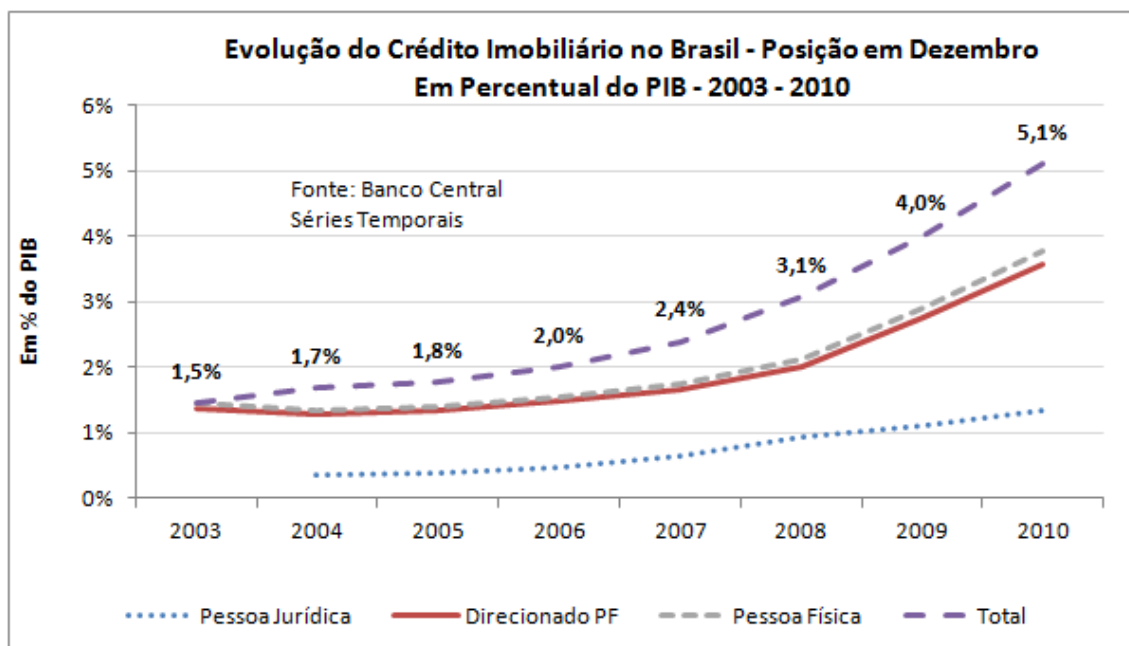
alocar todo o financiamento rural em pessoa física, ainda que reconheça que uma parcela seja destinada à pessoa jurídica. Manteve-se, na tese, a mesma estrutura proposta pelo Banco Central na apresentação dos dados referentes a crédito.

⁶³ Em outubro de 2008, com a finalidade de evitar o empocamento da liquidez, o governo brasileiro elevou a exigibilidade de aplicação de 25% para 30% do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista (Freitas e Aguiar (2009)).

“No Brasil, a legislação determina que os bancos apliquem 25% dos recursos de recolhimento obrigatório (exigibilidades sobre depósito à vista) ao crédito rural. Desse total, pelo menos 28% dos recursos devem ser aplicados em operações de crédito rural cujo valor não ultrapasse os R\$ 130 mil; e no mínimo 8% devem ser mantidos aplicados em operações vinculadas ao Pronaf (Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar).”

Enquanto o crédito direcionado ao setor rural manteve-se relativamente estável entre 2004 e 2010, o habitacional cresceu expressivamente a partir de 2007-8 em termos de pontos percentuais do PIB e explica o aumento do crédito direcionado à pessoa física, no segundo mandato do governo Lula (Gráfico 4.13).

Gráfico 4.13



Em decorrência da crescente importância do crédito habitacional, é importante explicar, em linhas gerais, a estrutura do financiamento imobiliário no Brasil. O crédito imobiliário atualmente conta com três distintas linhas de financiamento. O primeiro, constituído pelo Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS) e subsidiado pelo governo, destina-se à população de baixa renda. A segunda linha de financiamento, no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação - SFH, utiliza, primordialmente, recursos da poupança e do Fundo de Garantia sobre Tempo de Serviço. Este está sujeito a regras, tais como limite máximo do valor do imóvel e percentual financiado. Por fim, as regras do Sistema Financeiro Imobiliário – SFI – regem as operações superiores àquelas permitidas pelo SFH. ⁶⁴

⁶⁴ Aqui cabe diferenciar crédito imobiliário e habitacional. O primeiro abarca todas operações com bens imóveis, seja destinada à moradia ou não. Já a definição de habitacional circunscreve-se à habitação.

Conforme se observa no gráfico 4.13 e na tabela 4.6, a concessão de crédito imobiliário elevou-se significativamente, ao longo do governo Lula. Em 2003, ainda não havia informações disponíveis para a pessoa jurídica, mas se identifica claramente uma elevação persistente entre 2004 e 2006. A partir de 2007, a expansão do crédito assume um ritmo mais intenso. Deste modo, em 2010, o crédito em percentual do PIB era três vezes maior do que aquele observado em 2003.

Constata-se, também, que, no financiamento imobiliário destinado às pessoas físicas, prevalece o crédito direcionado à habitação (conforme se vislumbra no Gráfico 4.13). Ou seja, preponderam os recursos relativos ao SFH e ao SNHIS.

Tabela 4.6

Operações de Crédito do Sistema Financeiro - Setor Imobiliário e Habitacional - 2002 a 2010

Em % do PIB

| Mês | Pessoa jurídica /1 | | | | | Pessoa física | | | Total |
|--------|-------------------------|-----------------------|---------------------|-----------------|-------|---------------|--------------------------------|-------|-------|
| | Incorporação de imóveis | Construção de imóveis | Construção - outros | Adm. de imóveis | Total | Direcionados | Referencial para taxa de juros | Total | |
| dez/02 | | | | | | 1,51% | 0,12% | 1,63% | 1,63% |
| dez/03 | | | | | | 1,39% | 0,08% | 1,47% | 1,47% |
| dez/04 | 0,10% | 0,16% | 0,03% | 0,07% | 0,35% | 1,28% | 0,06% | 1,34% | 1,69% |
| dez/05 | 0,11% | 0,17% | 0,04% | 0,06% | 0,38% | 1,34% | 0,04% | 1,39% | 1,77% |
| dez/06 | 0,14% | 0,21% | 0,06% | 0,07% | 0,47% | 1,49% | 0,05% | 1,54% | 2,01% |
| dez/07 | 0,21% | 0,26% | 0,07% | 0,12% | 0,66% | 1,65% | 0,09% | 1,74% | 2,40% |
| dez/08 | 0,40% | 0,33% | 0,08% | 0,14% | 0,95% | 2,01% | 0,12% | 2,12% | 3,07% |
| dez/09 | 0,49% | 0,38% | 0,08% | 0,16% | 1,11% | 2,77% | 0,14% | 2,91% | 4,02% |
| dez/10 | 0,56% | 0,47% | 0,10% | 0,20% | 1,33% | 3,58% | 0,20% | 3,77% | 5,10% |

Fonte: BCB

Nota: 1/ Os dados para pessoa jurídica estão disponíveis somente a partir de janeiro de 2004

As mudanças na alienação fiduciária também afetaram positivamente o mercado imobiliário, na medida em que reduziu os riscos envolvidos nestas operações. Segundo Cagnin (2012):

“(...) foi introduzida, em 1997, a alienação fiduciária que, *grosso modo*, separa os ativos que funcionam como lastro das operações com CRI do patrimônio de seus emissores, aumentando a segurança dos investimentos nesses instrumentos. Em 2001, a Medida Provisória n. 2.221 (incorporada na Lei n. 10.931 de 2004) reforçou novamente a segurança jurídica das operações do sistema ao instituir o patrimônio de afetação, prevendo, assim, a separação dos recursos captados para o financiamento de um determinado projeto imobiliário do patrimônio da incorporadora responsável.”

(Cagnin (2012): p. 20)

A redução dos riscos, implícito na nova lei de alienação fiduciária, contribuíram para o aumento do crédito habitacional. Assim, segundo Cagnin (2012):

“Fatores de ordem regulamentar parecem, entretanto, ter ocupado um papel central para a evolução do financiamento habitacional. (...)”

Alterações na regulamentação, como a criação da figura jurídica da alienação fiduciária (Leis n.9.514/1997 e 10.406/2002), que conserva o imóvel financiado sob propriedade do credor até a liquidação do financiamento, também ocasionaram maior segurança jurídica e reduziram o custo de execução hipotecária. Em 2006, a Lei n. 10.931 (...) definiu a obrigatoriedade de pagamento do principal durante ações

⁶⁵ A lei 10.931 é de 02 de agosto de 2004.

judiciais de contestação de juros e outros encargos cobrados nesse tipo de financiamento.”(Cagnin (2012): p. 23 - 24)

Concomitantemente, o cenário macroeconômico, com o aumento do emprego e da renda, contribuiu para criar um espaço favorável ao aumento do crédito, na medida em que um maior universo da população se qualificou para obter financiamento habitacional.

Ademais, a política macroeconômica do governo Lula para lidar com o aprofundamento da crise em 2008 levou ao uso dos bancos públicos e à expansão do crédito direcionado à pessoa física. Portanto, além das mudanças institucionais e do ambiente macroeconômico favorável, a atuação do governo também explica o crescimento acelerado do crédito imobiliário, especialmente após 2008.

Paralelamente à expansão do crédito imobiliário, observou-se, também, o aumento dos preços dos imóveis, que pode ser justificado pela oferta relativamente inelástica em um cenário de demanda crescente no mercado imobiliário (facultada também pela ampliação do crédito). Portanto, a expansão do crédito habitacional reflete o aumento de transações, mas também a majoração do preço das unidades (especialmente no Rio de Janeiro e São Paulo, que, entre janeiro de 2008 e julho de 2012, cresceram, em média, respectivamente, 178,2% e 144,1% segundo o Índice FIPE-ZAP)

A possibilidade de consignar a folha de pagamento e as mudanças na legislação sobre alienação fiduciária criaram as condições necessárias para a expansão da oferta de crédito à pessoa física no Brasil. O cenário macroeconômico favorável, com o aumento do emprego e da renda, por sua vez, tornou um percentual expressivo da população qualificada para se candidatar ao crédito.

O crescimento do crédito à pessoa física permitiu a amplificação da capacidade de gasto e, conseqüentemente, tornou acessível o consumo de bens duráveis, assim como a aquisição de imóveis, por parcela da população até então alijada, com implicações sobre o bem estar da sociedade e sobre a qualidade de vida.

Em suma, em termos macroeconômicos, as mudanças na legislação e a decisão do governo de utilizar bancos públicos federais de modo anticíclico oxigenaram um mercado ávido por crédito e criaram espaço adicional para a trajetória de crescimento da economia, puxada pela demanda agregada.

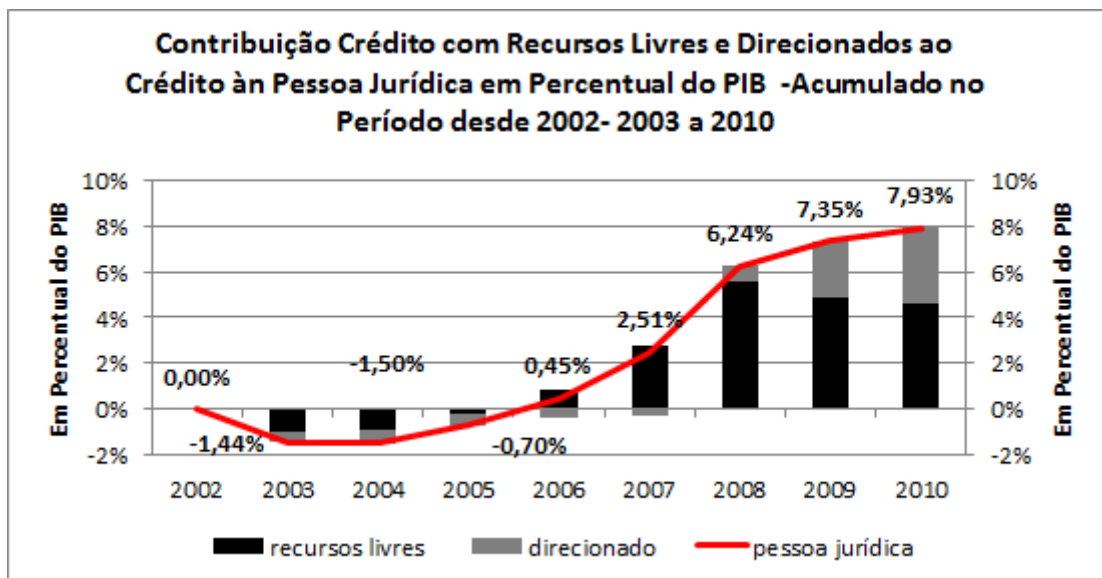
4.3. Crédito à Pessoa Jurídica

O crédito à pessoa jurídica manteve-se estável, entre 2002 e 2005 (conforme Tabela 4.1). Conforme observado por Carvalho (2005), o sistema financeiro brasileiro, tradicionalmente, não foi impelido a oferecer financiamentos de longo prazo porque dispunha de títulos do governo com uma boa rentabilidade e

baixo risco. Assim, a alternativa de aplicação em títulos do governo aumentaria o custo de oportunidade de se oferecer financiamentos de longo prazo. Entretanto, mesmo o crédito de curto prazo era relativamente pequeno, dado a magnitude da economia brasileira.

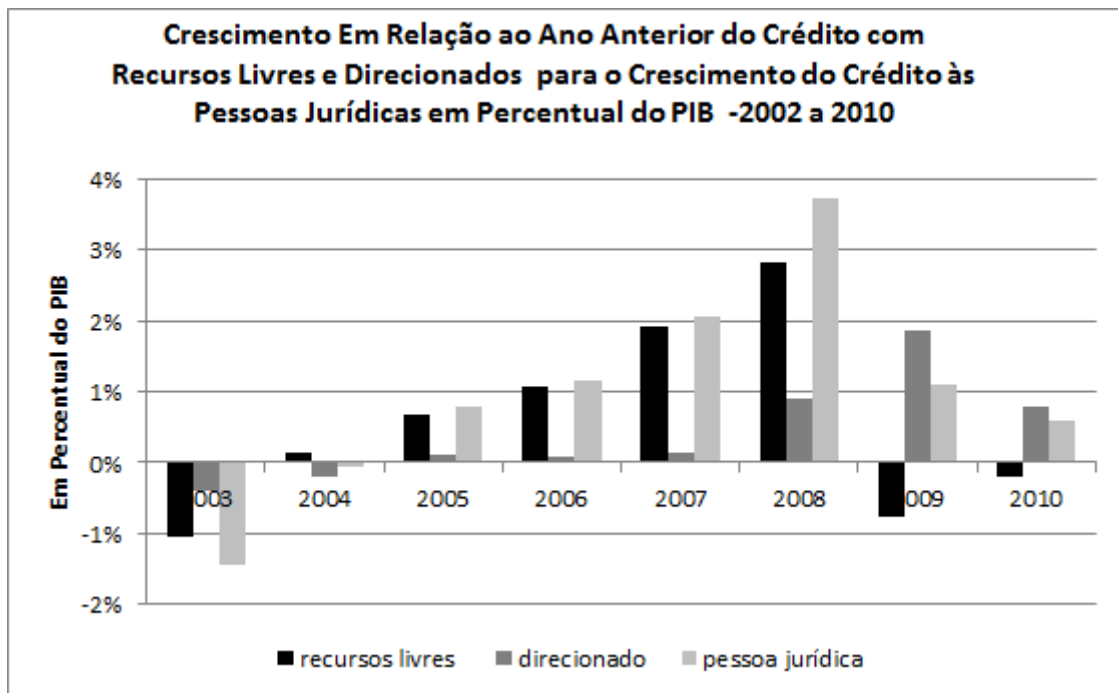
A expansão do crédito, inicialmente, deu-se no âmbito da pessoa física, sendo, somente em 2006, acompanhado pela pessoa jurídica. E, tal como na pessoa física, inicialmente houve um aumento do crédito com recursos livres. Este representava 90% da expansão do crédito observada entre dezembro de 2002 e dezembro de 2008. (Gráfico 4.14). Neste processo, a iniciativa privada aparentemente desempenhou um papel relevante.

Gráfico 4.14



A crise americana reverteu esta tendência e o crédito direcionado passou a sustentar o crescimento do crédito à pessoa jurídica. Assim, o crescimento do crédito direcionado à pessoa jurídica, de 1,9 pontos percentuais do PIB, em 2009, compensou a retração do crédito com recursos livres, de 0,8 pontos percentuais do PIB. Como resultado, o crédito à pessoa jurídica cresceu 1,1 ponto percentual do PIB em 2009. (Gráfico 4.15)

Gráfico 4.15



Constatada a importância do crédito com recursos livres, resta identificar como se deu este processo. A análise das diferentes modalidades de crédito revela

que o aumento do crédito pode ser atribuído, particularmente, a operações para o financiamento de capital de giro. (Tabela 4.7)

Tabela 4.7

Evolução do Crédito com Recursos Livres - Pessoa Jurídica- Posição de dezembro - 2002 a 2010

| Data | Crédito Referencial para a Taxa de Juros - doméstico e externo | | | | | | | | Em % PIB | | | |
|------|--|---------------------------|-------------------|---|------------------|----------------------------------|-----------|--------|----------|-------|--------|--------|
| | Capital de Giro | Financiamento Imobiliário | Aquisição de Bens | Adiantamento sobre contrato de câmbio (ACC) | Repasse Externos | Outras Operações pessoa jurídica | Outros /1 | Total | Leasing | Rural | Outros | Total |
| 2002 | 1,99% | 0,05% | 0,29% | 1,69% | 1,35% | 0,64% | 2,40% | 9,22% | 0,53% | 0,05% | 0,33% | 10,13% |
| 2003 | 1,94% | 0,03% | 0,28% | 1,52% | 0,82% | 0,70% | 2,25% | 8,01% | 0,42% | 0,05% | 0,62% | 9,10% |
| 2004 | 2,07% | 0,02% | 0,41% | 1,24% | 0,71% | 0,87% | 2,40% | 8,14% | 0,46% | 0,08% | 0,56% | 9,24% |
| 2005 | 2,40% | 0,03% | 0,52% | 1,11% | 0,75% | 1,06% | 2,39% | 8,64% | 0,60% | 0,10% | 0,59% | 9,92% |
| 2006 | 2,86% | 0,03% | 0,57% | 1,06% | 0,80% | 1,15% | 2,35% | 9,18% | 0,87% | 0,06% | 0,87% | 10,99% |
| 2007 | 3,66% | 0,04% | 0,67% | 1,16% | 0,94% | 1,27% | 2,43% | 10,65% | 1,31% | 0,07% | 0,86% | 12,90% |
| 2008 | 5,61% | 0,06% | 0,52% | 1,43% | 0,94% | 1,28% | 2,45% | 12,91% | 1,82% | 0,12% | 0,87% | 15,73% |
| 2009 | 6,68% | 0,07% | 0,47% | 0,93% | 0,37% | 1,14% | 2,22% | 12,28% | 1,52% | 0,12% | 1,04% | 14,96% |
| 2010 | 7,06% | 0,10% | 0,50% | 0,78% | 0,21% | 1,16% | 2,16% | 12,27% | 1,10% | 0,08% | 1,30% | 14,75% |

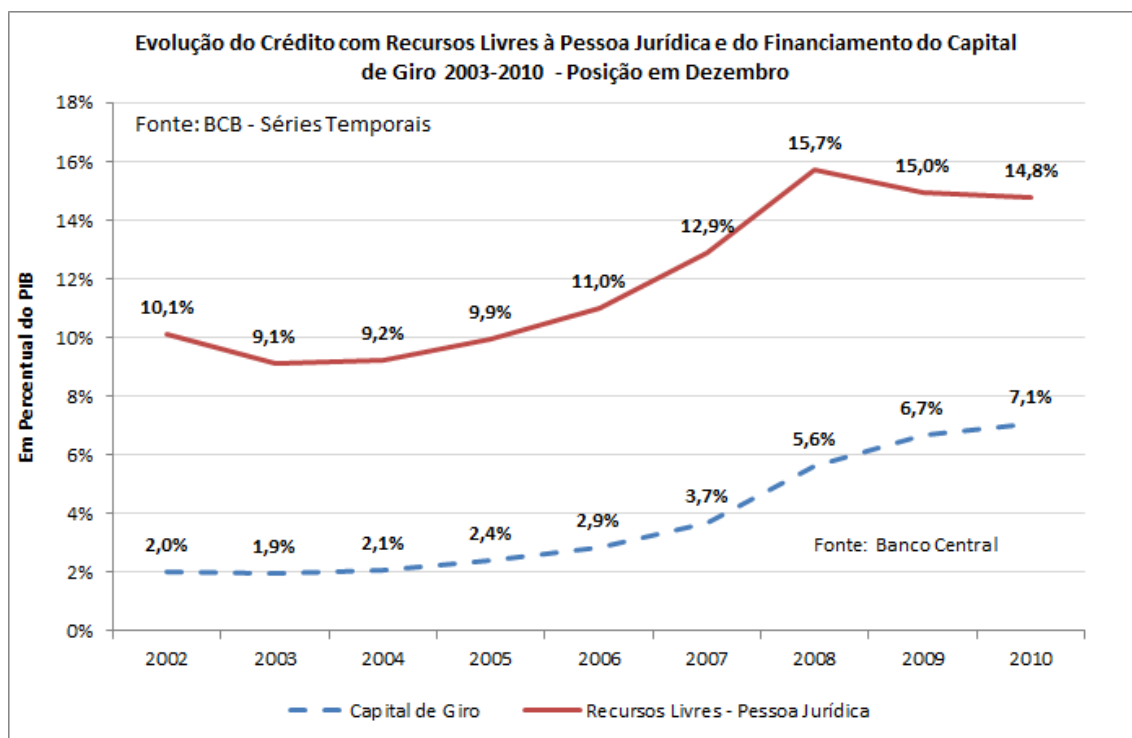
Fonte: BCB

Nota: /1 Foram incluídos em outras operações caracterizadas como hot money, desconto de duplicatas, descontos de notas promissórias, conta garantida, vendor, export notes, financiamento às importações. Estas rubricas são pouco significativas e permaneceram estáveis ao longo do governo Lula

atenção: total de crédito referencial com taxas livres não bate com somatório

Assim, o aumento destas operações de 02 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002, para 07 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010, explicam o crescimento do crédito com recursos livres da ordem de 05 pontos percentuais do PIB, ao longo do governo Lula. Como o crédito com recursos livres aumentou aproximadamente 5 pontos percentuais do PIB no período em discussão, constata-se que o financiamento do capital de giro explicou, em linhas gerais, o crescimento observado no segmento. (Gráfico 4.16)

Gráfico 4.16



O crédito para financiamento de capital de giro concentra-se nas modalidades de taxa de juros flutuante e pré fixado, responsáveis, respectivamente, por 53,0% e 42,6% do crédito desta categoria em 2010. Aqui cabe ressaltar que, ao longo do governo Lula, esta proporção manteve-se relativamente estável (por exemplo, em janeiro de 2003, o crédito com juros flutuantes representava 56,5% do total, enquanto o pré-fixado respondia por 40% da modalidade).⁶⁶

Os gráficos 4.17 e o 4.18 mostram que a taxa de juros incidentes sobre as operações de crédito para o financiamento do capital de giro foram reduzidas, entre 2003 e 2010, tanto para operações negociadas com taxas de juros pré-

⁶⁶ Ainda há operações de crédito vinculadas a taxas pós-fixada e a índices de preços, mas estas representam conjuntamente nunca mais do que 5% do total entre 2003 e 2010.

fixadas quanto com taxas de juros flutuantes. Paralelamente, constata-se também o aumento do prazo nas operações em ambos os casos. Ou seja, observa-se uma melhora nas condições de financiamento.

Gráfico 4.17

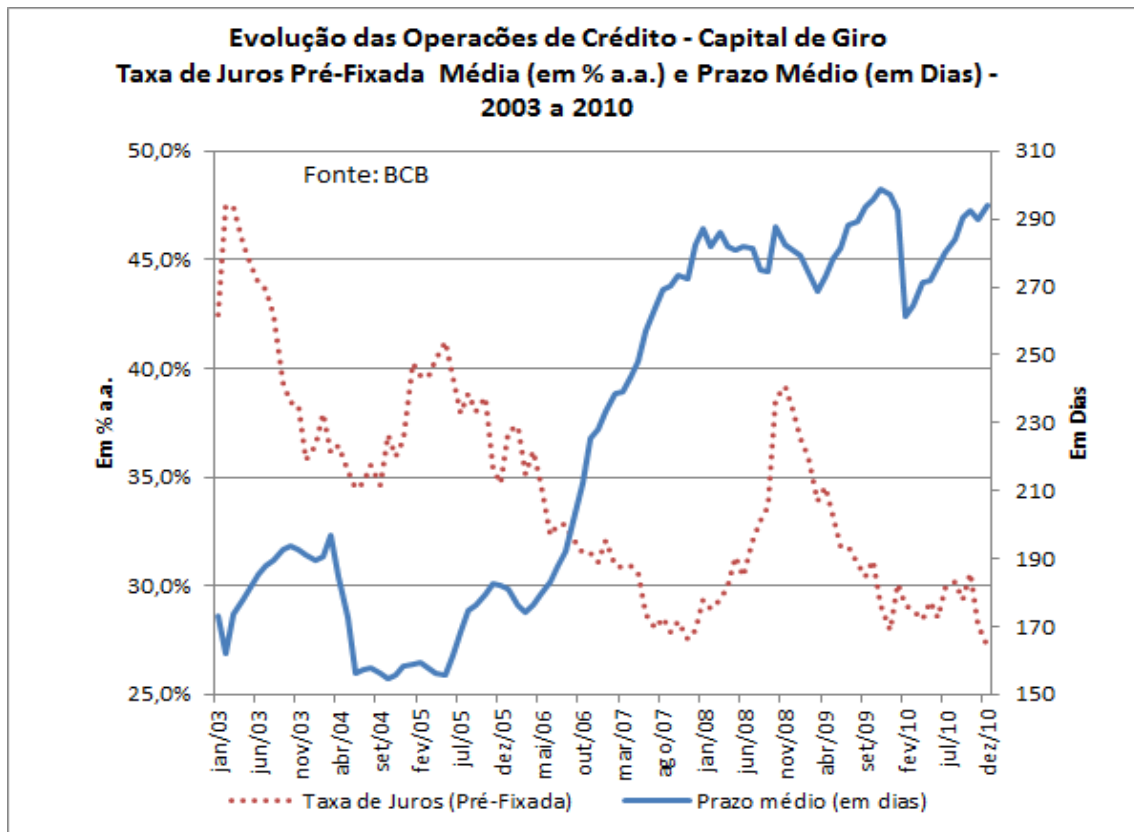
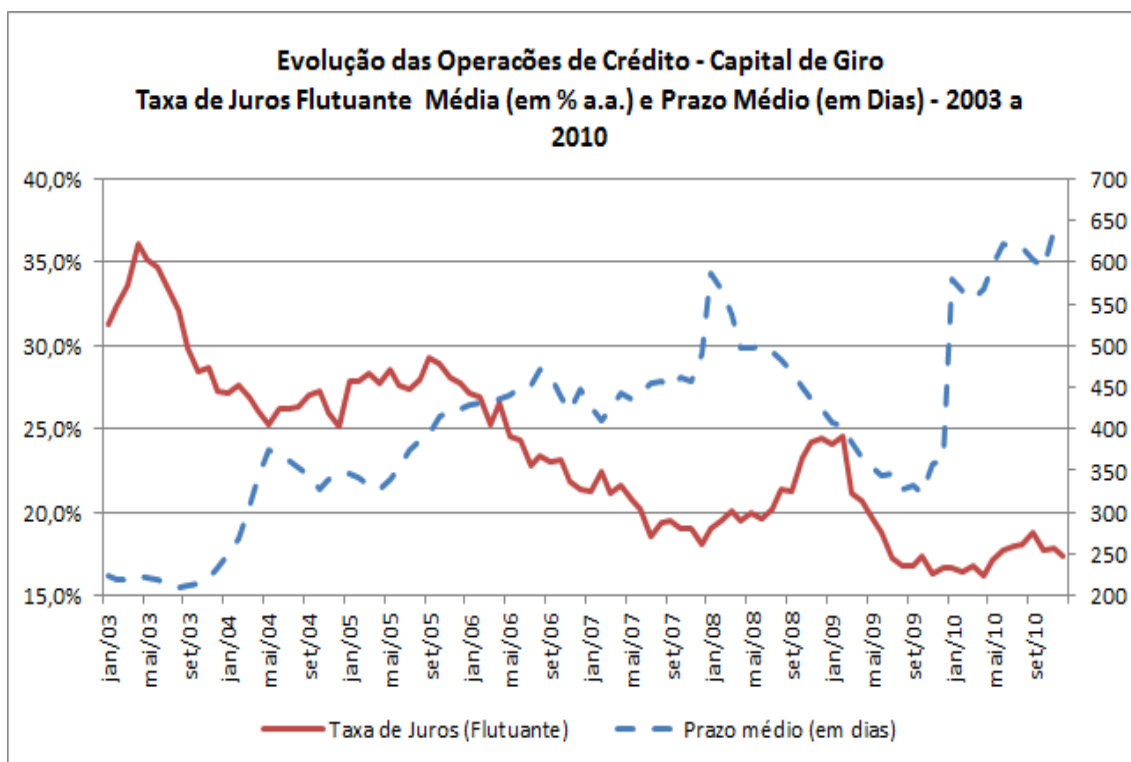


Gráfico 4.18



Entretanto, esta melhora nas condições de financiamento não é tao linear e inequívoca quanto à observada no crédito pessoal e no crédito para o financiamento de veículos. Por outro lado, houve uma acentuada redução da taxa de juros e aumento do prazo em 2003 e este não coincidiu com o aumento expressivo do crédito (que, efetivamente, ocorreu após 2006). Aqui cabe levantar a hipótese de que as oscilações na taxa de juros incidente sobre as operações para financiamento do capital de giro, em 2003, estavam associadas à política monetária restritiva do governo e não a um movimento de redução estrutural da taxa de juros (como parece que ocorreu em alguns segmentos do crédito à pessoa física). Portanto, os gráficos 4.16 e 4.17 não elucidam a

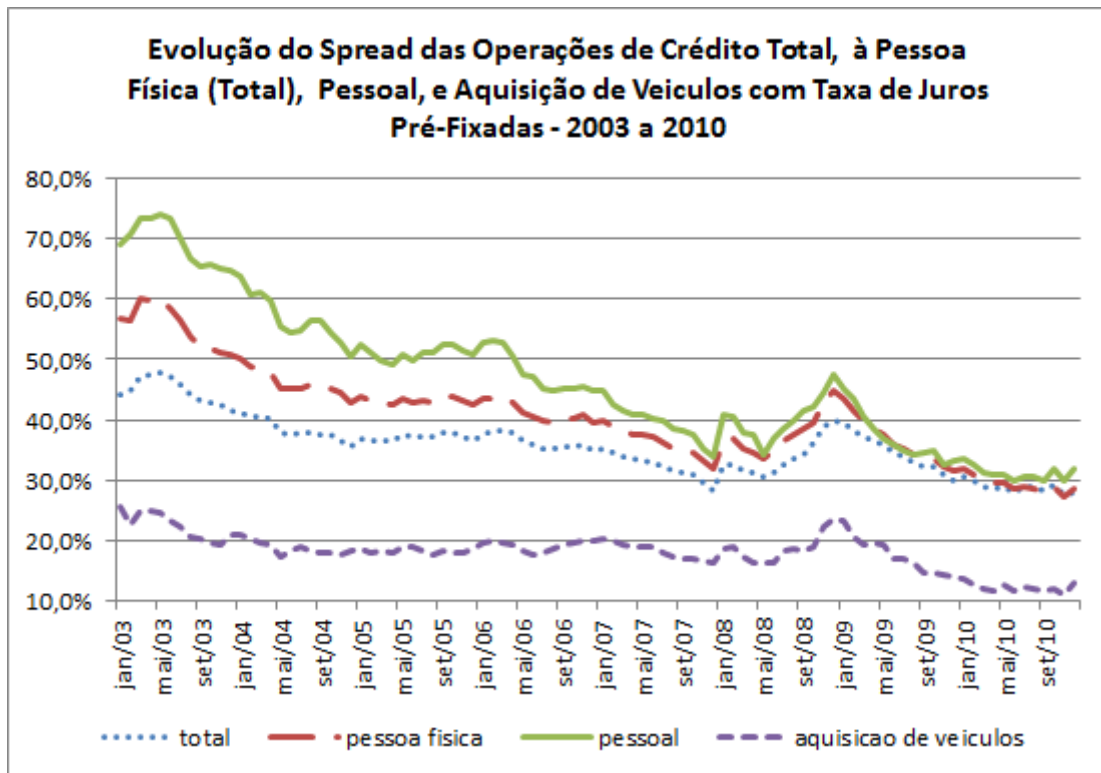
questão original, ou seja, os motivos que levaram o sistema financeiro privado a aumentar a oferta de crédito à pessoa jurídica, especificamente sob a forma de capital de giro.

Será analisada a evolução do spread das principais modalidades de crédito com recursos livres destinadas à pessoa física (ou seja, crédito pessoal e veículos) e à pessoa jurídica. Diferença entre a taxa de aplicação e a taxa de captação, o spread poderia justificar o aumento da oferta de crédito, pois o spread permite sugerir, ainda que imperfeitamente, o custo do empréstimo para os bancos.

O spread nas operações de capital de giro com taxas pré fixadas, ainda que inferiores às do crédito pessoal, eram próximas às de financiamento de veículo até o final de 2008. Já o spread das operações de crédito para o financiamento de capital de giro com taxas flutuantes é inferior a todas demais. Ambas permaneceram relativamente estáveis ao longo do tempo, diferentemente dos segmentos de crédito de pessoa física mencionados acima. Portanto, o spread das operações de crédito referentes ao capital de giro não necessariamente era o motivo pelo qual esta modalidade não acompanhou a expansão do crédito observada no crédito pessoal e no financiamento de veículos e tampouco porque cresceu de modo significativo, posteriormente. Ou seja, o spread não justifica nem o fato da expansão do crédito à pessoa física

anteceder à pessoa jurídica, nem o posterior crescimento do crédito à pessoa jurídica na modalidade de crédito “capital de giro”. (Gráfico 4.19)

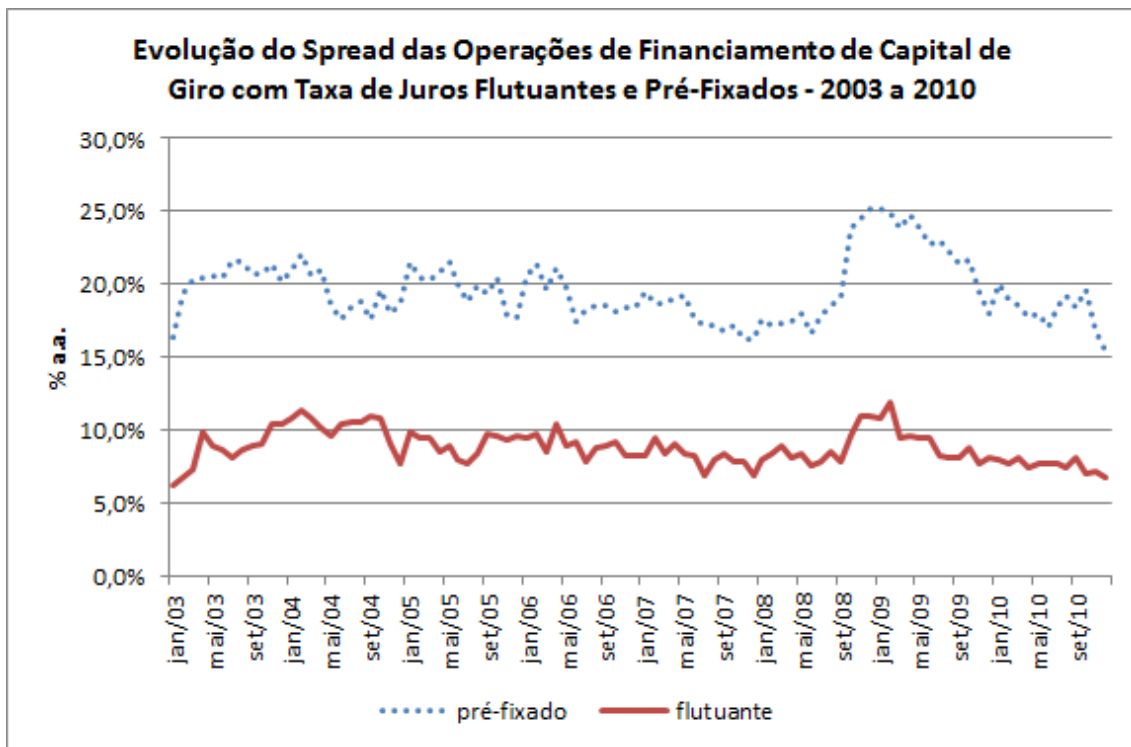
Gráfico 4.19.



Ao longo do governo Lula, o spread das operações para o financiamento do capital de giro manteve-se relativamente estável (conforme se observa no Gráfico 4.20). Portanto, o aumento expressivo do volume de crédito referente à rubrica capital de giro não se explica estritamente pelo spread. Nesta direção, constata-se inicialmente uma certa resistência dos bancos a diversificar o portfólio de ativos em direção à pessoa jurídica, mesmo em um contexto de

retorno consistente com outras modalidades de crédito e, posteriormente, houve uma mudança no comportamento do sistema financeiro.

Gráfico 4.20



Resta compreender o que ocorreu e explicar o aumento do crédito à pessoa jurídica. Em outras palavras, compreender o que motivou os bancos a diversificar os ativos de seu portfólio e aumentar sua exposição ao risco em operações de crédito a pessoas jurídicas.

Argumenta-se que mudanças institucionais, como a aprovação da Lei de Falências, e a introdução de inovações financeiras, com operações de crédito para o financiamento de capital de giro atreladas a derivativos cambiais,

reduziram o risco do prestador e, em um contexto de expansão da economia e, portanto, de ampliação da demanda por crédito, levaram ao aumento das operações de crédito.

A antiga lei de falências (Decreto-*Lei* 7.661, de 21 de junho de 1945) priorizava o pagamento das dívidas trabalhistas e fiscais, sendo as demais dívidas relegadas a um terceiro plano. Portanto, o direito dos credores não era protegido. Além disso, a lei anterior, cujo núcleo foi aprovado em 1945, era incapaz de impedir a falência de empresas economicamente viáveis, além de suscitar problemas na sucessão, que desvalorizavam a massa falida em termos de preços de mercado. (Araujo e Funchal (2009))

A nova lei de falências (Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005) busca equacionar estes problemas. O crédito trabalhista passa a se limitar a 150 salários mínimos, o crédito segurado se sobrepõe ao crédito fiscal e o não-segurado a algumas categorias de crédito fiscal. Estas medidas reduzem diretamente o risco do credor em caso de falências, enquanto os demais dispositivos estabelecem um ambiente propenso a recuperação de empresas viáveis economicamente (o que, em última instância, favorece os credores).

Deste modo, Araujo e Funchal (2009) concluem que, não obstante o spread médio das operações de crédito não tenha se reduzido, o volume de crédito

creceu expressivamente como resultado da implementação da nova lei de falências. Nesta direção, estes autores afirmam que:

“Apesar da propagação dos efeitos da lei de falências sobre o mercado de crédito ser lenta, ela já começa a ser observada. Estima-se uma expansão do mercado de crédito a pessoas jurídicas devido à implementação da nova lei de falências, principalmente para os setores comercial, rural e de serviços. Apesar de tal expansão do mercado de crédito, não ficou evidente o efeito de uma redução nas taxas de juros médias cobradas às pessoas jurídicas, como era esperado de acordo com o modelo teórico.” (Araujo e Funchal (2009): p. 211)

Além da lei de falências, outro fator parece ter contribuído para o aumento de crédito à pessoa jurídica. Desde 2005-06 empresas de diferentes portes defrontavam-se com a necessidade de ampliar a oferta em um contexto de crescente demanda interna. O BNDES, por exemplo, uma fonte tradicional de crédito à indústria, manteve seus desembolsos estáveis no período. (fonte) Neste cenário, tanto grandes companhias (mesmo dispendo de capacidade de financiamento junto ao exterior⁶⁷), como médias e pequenas empresas obtiveram financiamento junto ao sistema financeiro doméstico (Prates e Biancarelli (2009)).

Os empréstimos à pessoa jurídica aceleraram-se particularmente em 2007-08. Já se vislumbravam, neste momento, os desequilíbrios na economia americana (fonte). Neste contexto, os bancos estrangeiros introduziram uma inovação

⁶⁷ Não obstante gradativamente tenha se observado uma diminuição das fontes de financiamento externas entre 2007 e 2008. Com o agravamento da crise em setembro de 2008, estas fontes retraíram-se.

financeira, prontamente mimetizada pelos bancos nacionais, com a finalidade de minimizar os riscos em um cenário de crescente incerteza (Prates e Biancarelli (2009)). Esta inovação foi uma resposta do sistema financeiro a uma conjuntura macroeconômica específica, a saber, por um lado, deterioração dos indicadores macroeconômicos na cena externa e, por outro, câmbio depreciado, juros elevados, e crescimento econômico (e aumento da demanda por crédito) internamente (Prates e Biancarelli (2009)). Neste contexto, os bancos atrelaram operações de crédito a derivativos cambiais. Assim, paralelamente à expansão do crédito, observou-se também o aumento das operações com derivativos cambiais no Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (Cetip).

A Tabela 4.8 mostra que o mercado de derivativos cambiais no âmbito da Cetip⁶⁸ registrava um movimento da ordem de US\$ 95 bilhões, em outubro de 2008. Como liquidações em mercados de balcão implicam, via de regra, a efetuação de uma operação idêntica à original, mas com os “sinais trocados”, estas operações são contabilizadas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação adiantada, até o vencimento. Isto torna mais difícil definir o saldo destas operações com exatidão. Segundo estimativas de Mesquita e Toros (2010), a exposição a derivativos oficialmente registrados

⁶⁸ A Cetip foi instituída em 1984 pelo Conselho Monetário Nacional, e começou a operar efetivamente em 1986, com a finalidade de integrar o mercado financeiro e de ser um ambiente de registro, negociação e liquidação de ativos, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão.

seria próxima a US\$ 37 bilhões de dólares quando eclode a crise em 2008, o que supera e muito os valores atribuídos às grandes empresas que especulavam no mercado financeiro com derivativos cambiais (aproximadamente US\$ 5 bilhões) (Farhi e Borghi (2009)).

Tabela 4.8

Contrato a termo de moeda sem entrega física

Estoque – Dólar dos Estados Unidos

Mercado – Cliente

| Data | Contratos Volume Financeiro (US\$) |
|------------|---------------------------------------|
| 30.3.2005 | 11.920.546.922,39 |
| 30.6.2005 | 11.474.767.753,79 |
| 30.9.2005 | 12.906.739.323,58 |
| 30.12.2005 | 20.132.756.958,96 |
| 31.3.2006 | 23.474.088.026,69 |
| 30.6.2006 | 28.776.493.602,94 |
| 29.9.2006 | 32.176.836.912,64 |
| 29.12.2006 | 30.076.180.458,56 |
| 30.3.2007 | 30.020.028.968,60 |
| 29.6.2007 | 37.509.893.619,81 |
| 28.9.2007 | 42.983.701.780,35 |
| 28.12.2007 | 48.944.903.336,69 |
| 31.3.2008 | 57.392.717.048,35 |
| 30.6.2008 | 54.072.843.514,46 |
| 30.9.2008 | 86.132.477.590,63 |
| 29.10.2008 | 94.715.855.151,75 |

Fonte: Cetip - Extraído de (Farhi e Borghi (2009): p.175)

Os derivativos cambiais foram empregados em transações de naturezas distintas e com fins diversos. Empresas produtivas não-financeiras atuaram especulativamente com o objetivo de complementar suas receitas com ganhos

no mercado financeiro; agentes econômicos com negócios em divisas o utilizaram como hedge e também se revelou como um instrumento utilizado para reduzir os custos dos empréstimos de empresas junto a bancos.

As empresas brasileiras, especialmente exportadoras, realizaram contratos de derivativos de balcão, tanto no mercado interno quanto no exterior. Estes contratos de altíssimo risco asseguravam ganhos se a taxa de câmbio se circunscrevesse a uma determinada faixa. Caso isto não ocorresse, as perdas seriam expressivas, pois os contratos eram assimétricos⁶⁹. Este mecanismo assegurava ganhos de natureza especulativa e compensava em alguma medida a perda de competitividade que estas empresas estavam incorrendo em decorrência da apreciação.

Além disso, alguns bancos, em linhas gerais, passaram a oferecer operações de crédito condicionadas a derivativos cambiais a empresas de diferentes portes (muitas vezes a natureza da operação não era especificada aos tomadores). Estas operações calcavam-se em uma venda realizada às empresas pelos bancos de uma opção de compra de dólares. Enquanto a cotação do dólar em real se circunscrevesse a uma determinada faixa

⁶⁹ Segundo Prates e Biancarelli (2009):

“Os contratos variavam de forma, mas sempre resultavam na seguinte assimetria: garantiam as empresas maiores lucros do que os contratos convencionais desde que o real continuasse se valorizando; em contrapartida, se o real se depreciasse (mais especificamente, se a sua cotação superasse o preço de exercício da opção de compra vendida pela empresa ou a taxa de câmbio a termo), as perdas se suplicavam. Já os bancos incorriam somente em risco de crédito (...), já que realizavam operações espelhos na BM&F” (Prates e Biancarelli (2009): p9-10)

(geralmente, R\$ 1,73 a 1,90), haveria uma diminuição da taxa de juros incidente sobre os empréstimos da ordem de 25 a 50% dos juros do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Se a depreciação cambial levasse a taxa de câmbio a um patamar superior a R\$1,90, o ônus da depreciação seria assumido pela empresa. Esta inovação reduziu os riscos de uma depreciação cambial para os bancos e os transferiu para as empresas. (Prates e Biancarelli (2009))

Não era possível identificar facilmente a gravidade da situação internacional de antemão. Por exemplo, Torres Filho (2008) cita, entre outras referências, o relatório Global Financial Stability, de setembro de 2007 (“os principais grupos de bancos comerciais e de investimento (envolvidos com a crise do subprime) estão suficientemente capitalizados, diversificados e lucrativos para absorver perdas diretas”) (citado em Torres Filho (2008: p.9) para sustentar que “o impacto direto do subprime não parece ser muito relevante” (Torres Filho (2008: p.9). Embora não antecipem a dimensão da crise em julho de 2008, Torres Filho, E. T. e Borça Junior, G. R. (2008) atentam que “Apesar do otimismo de membros do governo americano e de importantes colunistas especializados, a crise do subprime continua em marcha.” (Torres Filho, E. T. e Borça Junior, G. R. (2008): p. 7). Assim, as empresas poderiam considerar implausível (e estatisticamente pouco relevante) a flutuação da taxa de câmbio além de uma certa banda. Ou seja, estatisticamente a análise do risco tornava

vantajosa esta modalidade de operação, pois, caso não ocorresse uma depreciação do real com relação ao dólar, reduzia os custos da operação para as empresas e, concomitantemente, diminuiu os riscos para os bancos.

Esta inovação, introduzida pelos bancos estrangeiros e mimetizadas pelos nacionais, reduziu a exposição do sistema financeiro ao risco inerente de concessão de crédito em uma cena externa caracterizada pela crescente deterioração dos indicadores macroeconômicos, observada desde o primeiro semestre de 2007. Ainda que não seja possível mensurar a magnitude destas operações, pode-se atribuir, ao menos em parte, o crescimento da oferta de crédito em contexto de degradação das expectativas ao uso deste mecanismo de altíssimo risco. Este mecanismo é fruto e consequência do ambiente macroeconômico em 2007-08 (Prates e Biancarelli (2009))

O financiamento das empresas ocorria preponderantemente via BNDES e por autofinanciamento (Torres Filho, E. T., Borça Junior, G. R. e Nascimento, M. M. (2008)). Entretanto, enquanto a capacidade de financiamento do BNDES até 2008 crescia aproximadamente a 6% ao ano (Sant'Anna, A. A. (2008)), o crescimento da demanda, induzida pela política social do governo, e a mudança gradual de perspectiva sobre o papel desempenhado pelo Estado (Barbosa e Souza (2010)), provocaram uma melhora das expectativas já ao final do segundo mandato e induziram uma mudança de comportamento das empresas, que se viram compelidas a se capitalizar e aumentar seus

investimentos. Face ao novo ciclo de crescimento, o BNDES encontrava dificuldades em acompanhar a demanda.

Deste modo, o crescimento ininterrupto do crédito à pessoa jurídica entre dezembro de 2002 e agosto de 2008 deu-se preponderantemente por intermédio de recursos livres enquanto não se observa grandes alterações no crédito com recursos direcionados. (Tabelas 4.1, 4.3 e 4.4)

Após 2008, o BNDES foi utilizado como um instrumento anticíclico. Empréstimos realizados pela Secretaria do Tesouro Nacional ao banco de fomento alavancaram sua capacidade de emprestar para as empresas e levaram que o crédito direcionado à pessoa jurídica crescesse expressivamente entre 2009 e 2010. Assim, os desembolsos do BNDES cresceram de 1,6 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2008, para 3,5 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010 (Gráfico 4.14). Deste modo, a atuação do banco federal compensou, em alguma medida, a redução do crédito com recursos livres à pessoa jurídica (Gráfico 4.21, 4.21 e 4.22).

Gráfico 4.21.

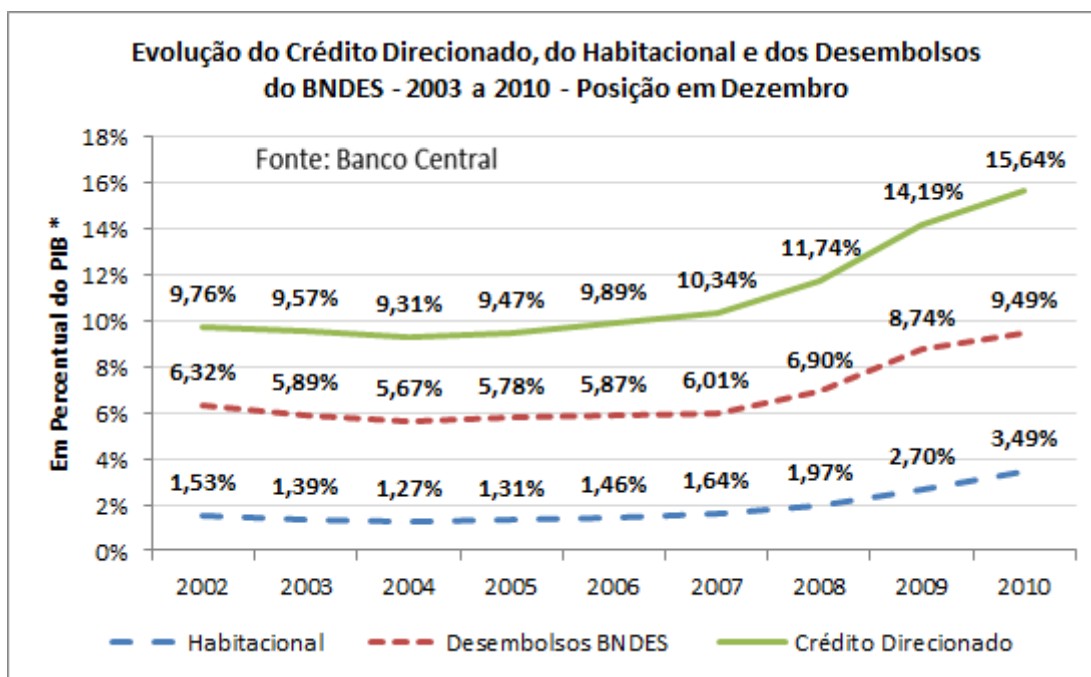


Gráfico 4.22

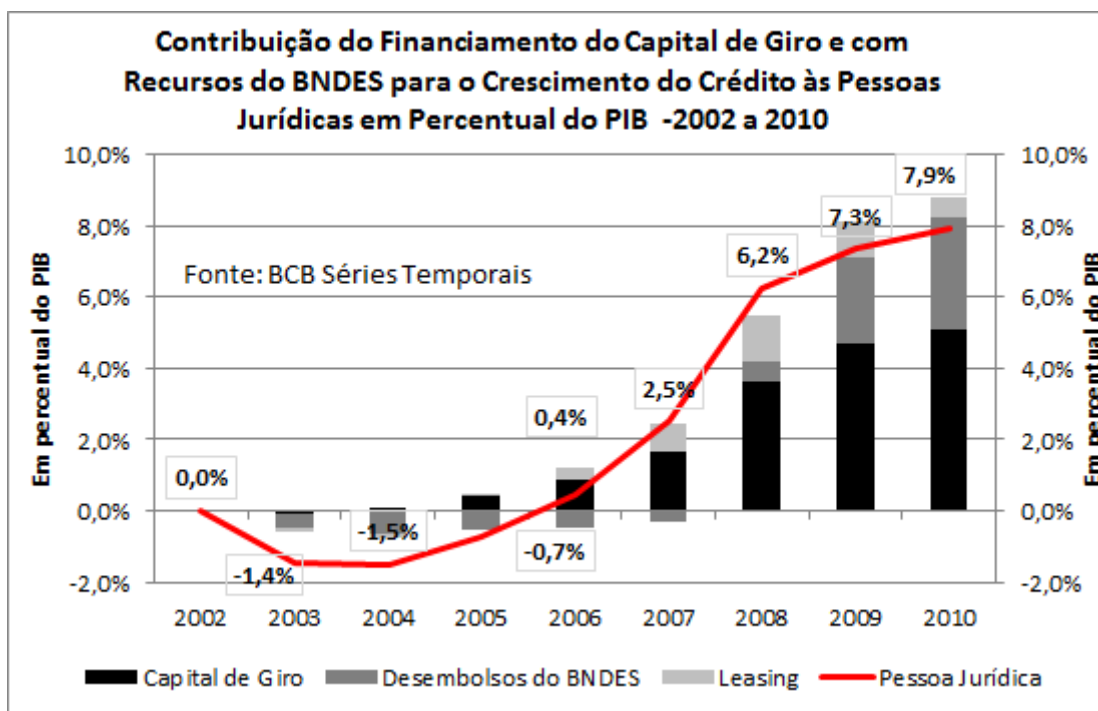
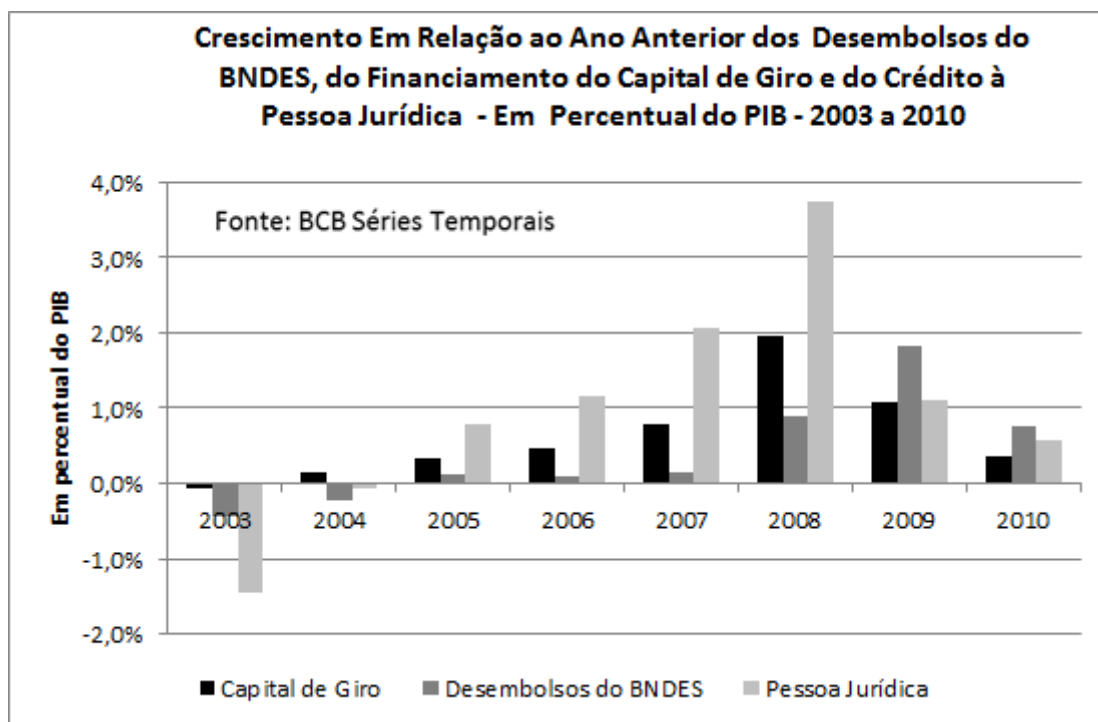


Gráfico 4.23



Em suma, foi visto nas seções sobre o crédito concedido à pessoa física e à pessoa jurídica que o aumento da segurança jurídica desempenhou um papel relevante neste processo e contribuiu para o sistema financeiro aumentar sua oferta de crédito. A existência de uma legislação que reduz os riscos intrínsecos à oferta de crédito pode ser compreendida, à luz da teoria keynesiana, como um mecanismo de proteção quanto à incerteza. É interessante observar que as modalidades de crédito favorecidas pelas mudanças institucionais foram as que apresentaram maior crescimento. Assim, constata-se que a expansão das linhas de crédito consignado, de aquisição de veículos e habitacional (beneficiadas pelas mudanças nas regras de alienação fiduciária), e de capital de giro (afetado pela introdução de operações de crédito vinculadas a derivativos cambiais, assim como pelas mudanças na lei de

falências) esteve associada a mudanças no aparato regulatório. Esta mudança consubstanciou-se em aumento do volume de crédito em decorrência do ambiente macroeconômico favorável. Portanto, a decisão dos bancos de alterar o perfil do seu portfólio, com o aumento da participação do crédito, pode ser atribuída a uma conjunção de fatores.

Este processo, inicialmente, deu-se com recursos livres. Entretanto, quando ocorreu o aprofundamento da crise do subprime, houve um aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados, em decorrência do aumento da aversão ao risco. Neste contexto, os bancos públicos federais assumiram um papel fundamental, seja sustentando a oferta de crédito (por meio de linhas de financiamento de crédito consignado, capital de giro, aquisição de veículos e habitacional, assim como adquirindo a carteiras de bancos em dificuldades), seja aumentando expressivamente linhas de crédito para evitar uma queda ainda mais acentuada da formação bruta de capital fixo.

Portanto, o Estado foi um agente fundamental ao longo do processo de crescimento do volume de crédito no Brasil.

4.4. Política Monetária e a Evolução do Crédito

A condução da política monetária tradicionalmente supõe que a taxa de juros referencial da economia deve balizar as demais taxas de juros da economia, para que assim se dê os mecanismos de transmissão previstos teoricamente. A

importância do crédito entre os mecanismos de transmissão decorre da capacidade do crédito de ampliar o gasto, sancionando decisões de consumo e de investimento.

No Brasil, conforme mostrado nas seções 4.2, 4.3 e 4.4, houve uma expansão significativa do volume de crédito. Este processo ocorreu em um cenário caracterizado por uma política monetária pautada por elevadas taxas de juros. Buscou-se identificar os motivos que levaram ao aumento do crédito em um contexto aparentemente desfavorável.

Constatou-se que o aumento de crédito se concentrou em alguns segmentos específicos, a saber, crédito pessoal e financiamento de veículos no segmento do crédito com recursos livres e habitacional no crédito direcionado destinado à pessoa física. No caso das empresas, houve aumento do crédito concedido para o financiamento capital de giro, no segmento dos recursos livres com taxa de juros referenciais, e desembolsos do BNDES, no caso específico do crédito direcionado destinado à pessoa jurídica.

Paralelamente, constata-se que houve mudanças na legislação que afetaram diretamente as condições de oferta de crédito pessoal (mais especificamente, a introdução da possibilidade de consignar a folha de pagamentos), assim como o crédito destinado ao financiamento da alienação de bens e de capital de giro. Conforme discutido anteriormente, a mudança institucional criou as condições

para aumentar a oferta de crédito do segmento recursos livres. Por outro lado, uma decisão deliberada do governo levou a um aumento da oferta de crédito direcionado. Este processo, em um ambiente macroeconômico favorável, criou as condições necessárias para que houvesse a expansão do crédito. Ao longo deste processo, constatou-se também a ampliação do prazo de pagamento, assim como a redução dos juros incidentes sobre estas operações. Este processo aumentou o número de tomadores qualificados para tomar emprestado e, simultaneamente, reduziu o comprometimento relativo das famílias e das empresas com endividamento.

Assim, mudanças na legislação e inovações financeiras ao longo do governo Lula, implementadas entre 2004 até 2008, assim como políticas específicas conduzidas pelo governo federal para lidar com o agravamento da crise do subprime após 2008, levaram a que houvesse, em certa medida, um descolamento das taxas de juros das principais modalidades operações de crédito, sejam elas relacionadas ao crédito referencial financiado com recursos livres ou crédito com recursos direcionados.

Ainda que oferta de crédito do BNDES estivesse relativamente estável até o fins de 2008, já estava em curso um processo de mudança no papel desempenhado pelo banco de fomento, com a gradual redução da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (Tabela 4.9). Aqui cabe ressaltar que a TJLP não é a taxa final de incidência sobre os empréstimos do BNDES, mas sim uma

taxa referencial, utilizada para a formação da taxa de juros final. Lundberg (2011) mostra que mesmo com a incidência de um custo adicional de até 6% ao ano, ainda assim os juros incidentes sobre os financiamentos do Banco foram, em diversos momentos, inferiores à taxa SELIC (Gráfico 4.24). Segundo o autor:

“Apesar da redução nos últimos anos, o custo financeiro básico de grande parte dos créditos do BNDES – a TJLP – tem sido sistematicamente inferior à taxa Selic. Para as empresas tomadoras, mesmo considerando spreads entre 1,5% a.a. e 6% a.a. acima da TJLP para cobertura de taxas de remuneração e risco de crédito, esses empréstimos do BNDES têm apresentado custo financeiro abaixo das taxas de juros médias do crédito livre, constituindo importante fonte de financiamento, principalmente para projetos industriais e de infraestrutura.” (Lundberg (2011) p. 17)

Tabela 4.9

TAXA DE JUROS - TJLP

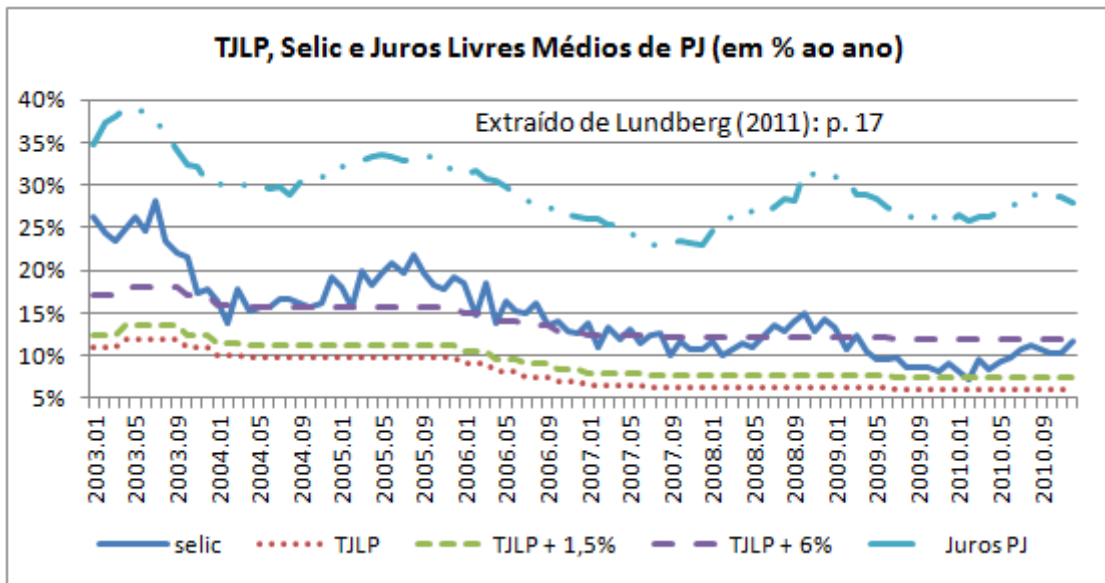
[em %]

| Período | TJLP |
|----------|-------|
| 2001.IV | 10,00 |
| 2002.I | 10,00 |
| 2002.II | 9,50 |
| 2002.III | 10,00 |
| 2002.IV | 10,00 |
| 2003.I | 11,00 |
| 2003.II | 12,00 |
| 2003.III | 12,00 |
| 2003.IV | 11,00 |
| 2004.I | 10,00 |
| 2004.II | 9,75 |
| 2004.III | 9,75 |
| 2004.IV | 9,75 |
| 2005.I | 9,75 |
| 2005.II | 9,75 |
| 2005.III | 9,75 |
| 2005.IV | 9,75 |
| 2006.I | 9,00 |
| 2006.II | 8,15 |
| 2006.III | 7,50 |
| 2006.IV | 6,85 |
| 2007.I | 6,50 |
| 2007.II | 6,50 |
| 2007.III | 6,25 |
| 2007.IV | 6,25 |
| 2008.I | 6,25 |
| 2008.II | 6,25 |
| 2008.III | 6,25 |
| 2008.IV | 6,25 |
| 2009.I | 6,25 |
| 2009.II | 6,00 |
| 2009.III | 6,00 |
| 2009.IV | 6,00 |
| 2010.I | 6,00 |
| 2010.II | 6,00 |
| 2010.III | 6,00 |
| 2010.IV | 6,00 |
| 2011.I | 6,00 |
| 2011.II | 6,00 |
| 2011.III | 6,00 |

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea/Dimac.

Com a finalidade de fundamentar este argumento, reproduz-se, a seguir, o gráfico apresentado por Lundberg (2011)

Gráfico 4.24



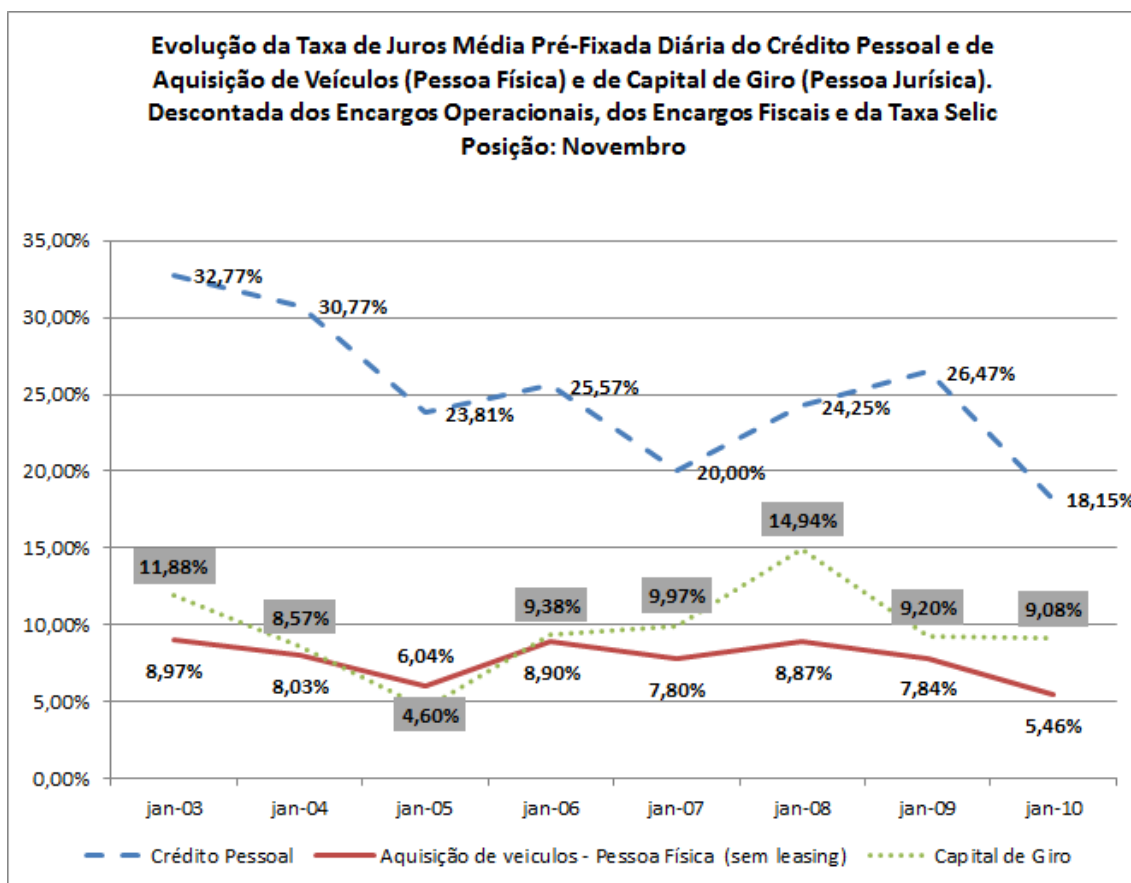
A atuação do Banco limita o escopo de ação da autoridade monetária. Como é notório, parte dos investimentos, um dos importantes canais de transmissão da política monetária, foi financiada a taxas que não são referenciadas à Selic. Neste sentido, pode-se afirmar que, no segundo mandato do governo Lula, o BNDES atuou paralelamente ao Banco Central, ou seja, independentemente das diretrizes estipuladas no âmbito do Regime de Metas de Inflação (Tabela 4.9).

Não há informações sobre os juros praticados no crédito direcionado entre as informações disponibilizadas pelo Banco Central, mas podemos descontar a

Taxa Selic dos principais segmentos de crédito com recursos livres e mostrar que as taxas de juros não acompanharam a Taxa Selic no período em questão. (Gráfico 4.25). No caso específico do BNDES, mostrou-se, com base no gráfico 4.24, extraído de Lundberg (2011) e exposto acima, que não necessariamente a taxa de juros percebida pelos investidores acompanhou a SELIC entre 2003 e 2010. Isto não significa que a taxa de juros destes segmentos seja independente da Taxa Selic, mas tão somente que a determinação da taxa de juros de importantes segmentos do crédito, sejam eles direcionados sejam com recursos livres, não foi arbitrada estritamente com base na Taxa SELIC, atenuando o caráter referencial da taxa de juros estipulada pela autoridade monetária.

Deste modo, a oxigenação do modelo via crédito até a crise de 2008, que, se por um lado, pode ser compreendida como uma flexibilização da política monetária; por outro, podia ser percebida, e quantificada, pelo modelo do Banco Central como um indício de aumento da demanda, contribuindo para a fixação de uma taxa Selic mais elevada. A ambivalência da política macroeconômica também transparecia no âmbito do crédito.

Gráfico 4.25



A ambivalência do governo Lula foi quantificada pela autoridade monetária. Assim, o Banco Central considerava, ao calibrar o modelo macroeconômico formulado para definir a taxa Selic compatível com a meta de inflação, os desembolsos do BNDES, assim como o aumento da oferta agregada de crédito, e justificava a política monetária mais restritiva também como resultado dos possíveis desdobramentos do crédito sobre a demanda agregada e seus potenciais efeitos sobre a inflação. Armínio Fraga (2011), ao analisar o regime de metas de inflação, conclui que:

“Com as crises de 2001 a 2003, a trajetória de queda foi interrompida. A partir da superação da crise de 2002/3, a economia entrou em ritmo acelerado de crescimento, sustentado pelo boom global e por uma rápida expansão do crédito doméstico.

Superada uma fase de aquecimento que exigiu a manutenção de juros elevados em 2004/5, a taxa de juros real entrou outra vez em trajetória de queda, tendo, no ciclo mais recente, atingido um patamar médio de 8%-9%. Durante esse período, os principais obstáculos a uma queda maior dos juros foram os crescimentos acelerados da demanda interna, do crédito e dos gastos públicos.” (Fraga Neto (2011): p. 32)

Entretanto, aparentemente, as iniciativas da autoridade monetária não conseguiram neutralizar o aumento do crédito. Assim, a expansão do crédito ampliou a capacidade de gasto e repercutiu positivamente sobre a demanda agregada.

4.5. Crise do Subprime e o Crédito

A falência do Lehman Brothers levou a um aguçamento da crise já vislumbrada desde 2007 (vide Torres Filho, E. T. (2008)). O contágio sobre a economia brasileira ocorreu por intermédio da contração do crédito doméstico e da deterioração das contas externas. A redução dos preços das commodities, a especulação contra a moeda (sofrida também pelos demais países emergentes) e o movimento de saída de dólares (em decorrência da necessidade de investidores cobrirem posições nos países de origem e a busca por segurança associada a comportamentos defensivos em ambientes caracterizados por elevado grau de incerteza) levaram a uma desvalorização súbita e acentuada do real perante o dólar, que não foi estancada sequer com o uso de parte das elevadas reservas (que haviam atingido US\$ 210 bilhões em 2008) para atenuar as oscilações da moeda estrangeira.

Neste contexto, a brusca mudança de cenário provocou uma séria desestabilização daqueles que apostaram na estabilidade, ou mesmo na apreciação, da cotação do real/dólar, tendo, por consequência, perdas expressivas. Este quadro induziu a uma nova rodada de depreciação da moeda doméstica. A crise de 2008 revelou as consequências macroeconômicas decorrentes da repercussão da depreciação cambial sobre as empresas envolvidas, direta ou indiretamente, com operações no mercado de derivativos de câmbio.

Esta situação aumentou o risco de uma crise sistêmica em consequência da importância destas empresas na estrutura produtiva doméstica e das relações destas empresas com bancos. Como os contratos de derivativos assinados no âmbito da Cetip são sigilosos, não havia informações sobre quais eram os bancos envolvidos no esquema de derivativos e qual era o grau de exposição destes bancos. Neste contexto, houve uma retração da oferta de recursos no mercado interbancário em decorrência da percepção de maior risco e do aumento da preferência pela liquidez.

Em face ao clima de acentuada incerteza, foi adotada uma série de medidas com a finalidade de aumentar a liquidez, tais como redução do compulsório dos pequenos e médios bancos, redução da alíquota adicional cobrada sobre o compulsório sobre depósitos à vista, liberação do compulsório para a compra de carteiras de bancos menores [IPEA (2008)]. Estas mudanças evitaram,

parcialmente, o contágio no mercado interbancário, mas, isoladamente, não foram suficientes para estimular o aumento do crédito nos bancos privados.

Neste contexto, o Estado estruturou sua estratégia para lidar com a crise no âmbito do crédito, conforme colocado por Almeida (2010) e fundamentado por Afonso (2012). Os bancos públicos, presentes em algumas das maiores economias, inclusive entre as economias emergentes (Afonso (2012)), participaram da estratégia em diferentes países para minimizar os efeitos da crise sobre a estrutura produtiva e financeira. No caso brasileiro, o BNDES e os bancos comerciais do governo (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) foram utilizados de modo articulado neste processo.

A estratégia do governo federal foi traçada, tendo como parâmetros a gravidade da crise e as repercussões sobre o sistema financeiro e sobre o lado real da economia. A decisão do uso dos bancos públicos como parte integrante de uma política anticíclica decorreu de uma decisão política. Buscava-se atenuar os efeitos da crise sobre as empresas, efeitos estes que foram amplificados pelas operações envolvendo derivativos. Não se podia ser excessivamente permissivo, pois estaria se incentivando o comportamento irresponsável, mas era necessário encontrar uma solução com algum tipo de ônus para atenuar as perdas decorrentes da crise do subprime e para abrandar o impacto do contágio da crise financeira sobre as empresas não financeiras. (Coutinho, 2010). Segundo Coutinho (2010):

“(...) Em suma, viabilizar ao Banco exercer uma atuação anticíclica muito forte ao longo de 2009. Portanto, houve decisão política e houve uma atuação deliberadamente anticíclica de nossa parte. E houve, além disso, uma atuação qualitativa, de coordenação da banca, sobre a qual devo ser cauteloso em falar, porque é algo delicado. 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 (...)”. (Coutinho (2010): p. 413)

Neste contexto, o BNDES atuou não somente por intermédio de suas linhas de crédito, mas também articulando a coordenação dos agentes econômicos para minimizar os efeitos da crise sobre a economia brasileira. Assim, foi realizado, no início de 2009, um primeiro empréstimo do Tesouro Nacional de R\$ 100 bilhões para o BNDES, com a finalidade de capitalizá-lo e instrumentá-lo para fazer face à necessidade de recursos por empresas de diferentes portes. (Coutinho, 2010) A ação do BNDES não se restringiu às suas linhas tradicionais de financiamento, mas também expandiu sua área de atuação oferecendo inclusive financiamento de capital de giro (cujas empresas contempladas estão explicitadas na Tabela 4.10) A ampliação da alavancagem do BNDES se fez necessária pela gravidade da situação e assegurava os instrumentos necessários para lidar com a situação, pois, conforme colocado por Luciano Coutinho, já presidente do Banco na época do agravamento da crise do subprime:

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.” (Coutinho (2010: p.413)

Assim, as implicações macroeconômicas dos prejuízos decorrentes do uso de derivativos cambiais especulativamente tenderiam a agravar a crise se o BNDES não houvesse atuado e coordenado as ações da iniciativa privada. A oferta de crédito permitiu minimizar os efeitos da crise. Como coloca Farhi e Borghi (2009):

“ (...)ressurge o Estado em uma de suas principais atribuições, qual seja, manter a liquidez do sistema, evitando sua ruptura. Embora o socorro destine-se majoritariamente às instituições financeiras, as debilidades financeiras das empresas aqui expostas exigem a intervenção estatal, no sentido de mantê-las aptas produtivamente e, por conseguinte, evitar cortes ainda mais profundos em termos de emprego e renda.” (Farhi e Borghi (2009): p. 182)

A análise dos instrumentos utilizados pelo governo federal para enfrentar a crise de 2008 sugere que a ação do governo privilegiou o crédito, pois as medidas anticíclicas *stricto sensu* fiscais foram tímidas, absorvendo recursos modestos (da ordem de 1% do PIB), e o uso da política monetária ocorreu retardadamente. [Almeida (2010); Afonso (2012)]. A política creditícia interagiu tanto com a política monetária quanto com a fiscal, na medida em que o empréstimo realizado pelo Tesouro Nacional ao BNDES repercutiu sobre as

contas públicas com um evidente ônus fiscal e a atuação do banco de desenvolvimento federal foi paralela à do Banco Central, subvertendo as diretrizes de política monetária.

A injeção de crédito, concebida com a finalidade de sustentar processo já em curso e consistente com a tentativa de evitar o contágio para o restante da economia, acrescentou, segundo Afonso (2012), ao tripé original do regime de metas de inflação (baseado em política monetária, Lei de Responsabilidade Fiscal e câmbio flutuante), o crédito como um quarto elemento, formando o que ele denomina de quadrilho.

Com a eclosão da crise de 2008, os bancos públicos aumentaram o crédito, intensificando a sua participação no crédito com recursos livres e liderando a segmento de crédito direcionado à pessoa jurídica, mas não conseguiram evitar a queda do crédito com recursos livres em termos de percentual do PIB. O governo federal privilegiou o uso do Banco do Brasil (BB), da Caixa Econômica Federal (CEF) e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), conforme está evidenciado nas tabelas 4.10 e 4.11

Tabela 4.10

Ativo Total - Bancos Federais

| | set/08 | dez/08 | dez/09 | dez/10 |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BB | 444.702.058 | 507.348.206 | 691.968.417 | 779.303.944 |
| BNDES | 236.635.368 | 272.092.458 | 379.279.940 | 520.854.166 |
| CEF | 276.059.258 | 295.920.330 | 341.831.823 | 401.412.490 |
| BNB | 15.596.380 | 16.177.235 | 19.154.466 | 23.783.716 |
| BASA | 6.856.900 | 7.239.780 | 7.805.744 | 8.461.956 |

Fonte: BCB

Tabela 4.11

Operações de Crédito e Arrendamento Mercantil - Líquido de Provisão Bancos Federais

| | set/08 | dez/08 | dez/09 | dez/10 |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BB | 175.612.613 | 190.887.939 | 279.694.727 | 334.193.046 |
| BNDES | 88.408.936 | 104.620.102 | 157.049.402 | 176.957.171 |
| CEF | 63.364.094 | 73.162.371 | 124.370.962 | 175.783.675 |
| BNB | 5.290.047 | 6.065.310 | 9.443.790 | 10.715.839 |
| BASA | 1.546.201 | 1.638.397 | 1.681.266 | 1.879.366 |

Fonte: BCB

O BNDES protagonizou a intervenção do Estado na economia. A capitalização do Banco, que se inicia em 2009, assegurou recursos para coordenar as ações anticíclicas e, conseqüentemente, financiar o setor produtivo (R\$ 127 bilhões, desagregados em sete contratos distintos) [CGU (2009)]⁷⁰. A atuação do BNDES não se restringiu às operações tradicionais⁷¹, com a criação, por exemplo, de uma nova linha de crédito para o financiamento capital de giro (Tabela 4.12). Assim, segundo Afonso (2012):

⁷⁰ Depois estes recursos foram ampliados. Vide capítulo 4.

⁷¹ Além disso, Afonso (2012) enfatiza que uma mudança na legislação permitiu que, ao invés de emprestar para grandes grupos, o financiamento transcorresse por CNPJ. Esta alteração teria favorecido à Petrobras.

“A primeira reação dos bancos públicos (em particular, do BNDES) 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, ora para dar saída de capitais externos repatriados por matrizes mais abaladas pela crise” (Afonso (2012:p.11)

Tabela 4.12

Financiamento de Capital de Giro - BNDES - 2009 e 2010

Em R\$

| Empresa | data | valor |
|---|------------|----------------------|
| CIA BRASILEIRA DE PETROLEO IPIRANGA | 13/08/2009 | 200.000.000 |
| ULTRABRAS | 13/11/2009 | 200.000.000 |
| VOTORATIM METAL ZINCO | 30/06/2009 | 200.000.000 |
| VOTORATIM METAL NIQUEL | 30/06/2009 | 200.000.000 |
| CIA BRASILEIRA DE ALUMÍNIO | 30/06/2009 | 200.000.000 |
| SIDERURGIA BARRA MANSA | 30/06/2009 | 200.000.000 |
| CAMARGO CORREA | 10/11/2009 | 200.000.000 |
| OXITENO INDUSTRIA E COMERCIO | 13/11/2009 | 182.000.000 |
| JARI CELULAR | 04/06/2009 | 92.934.000 |
| TERMINAL QUIMICO ARATU | 13/11/2009 | 30.000.000 |
| SOLVAY INDUPA | 11/12/2009 | 40.000.000 |
| IMPLAC IND PLASTICOS | 02/04/2009 | 12.000.000 |
| TIM CELULAR | 06/10/2009 | 200.000.000 |
| TIM NORDESTE | 06/10/2009 | 200.000.000 |
| BERTIM | 10/11/2009 | 200.000.000 |
| CONSTRUÇÃO E COMÉRCIO CAMARGO CORREA | 14/12/2009 | 200.000.000 |
| POSITIVO INFORMÁTICA | 28/09/2009 | 200.000.000 |
| FÁBRICA DE ALIMENTOS VIGOR | 10/12/2009 | 180.545.000 |
| LOJAS AMERICANAS | 01/12/2009 | 150.000.000 |
| LOJAS RIACHUELO | 29/10/2009 | 100.000.000 |
| CIA DE LOCAÇÃO DA AMÉRICAS | 14/10/2009 | 38.400.000 |
| UNIAO DAS LOJAS LEADER | 10/07/2009 | 51.000.000 |
| NADIR FIGUEIRERO | 14/10/2009 | 12.000.000 |
| VULCABRAS | 09/12/2009 | 70.000.000 |
| SANTANA TEXTIL | 08/09/2009 | 40.000.000 |
| BLAMER FARMOQUÍMICA | 15/12/2009 | 15.000.000 |
| COPA FRUIT | 19/11/2009 | 6.974.000 |
| GDC ALIMENTOS | 14/10/2009 | 6.950.000 |
| SCHAHIN ENGENHARIA S/A | 29/09/2010 | 113.450.000 |
| COMPANHIA ENERGÉTICA DO MARANHÃO - CEMAR | 09/12/2010 | 100.000.000 |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | 29/06/2010 | 200.000.000 |
| JBS S/A | 17/03/2010 | 200.000.000 |
| SEARA ALIMENTOS S/A | 29/06/2010 | 200.000.000 |
| B2W COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 26/04/2010 | 150.000.000 |
| USINA BATATAIS S/A AÇÚCAR E ALCOOL | 08/02/2010 | 60.000.000 |
| GRAN SAPORE BR BRASIL S/A | 28/05/2010 | 43.000.000 |
| BF UTILIDADES DOMÉSTICAS LTDA. | 11/06/2010 | 40.000.000 |
| CEU AZUL ALIMENTOS LTDA | 16/07/2010 | 35.000.000 |
| TECNOSOLO ENGENHARIA S/A | 05/07/2010 | 32.522.000 |
| ASA ALIMENTOS LTDA | 25/03/2010 | 30.000.000 |
| C VALE COOPERATIVA AGROINDUSTRIAL | 13/05/2010 | 15.000.000 |
| NUTRIMENTAL S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE ALIMENTOS | 22/09/2010 | 10.000.000 |
| Total | | 3.427.803.000 |

Fonte: BNDES

Afonso (2012) aborda a relação entre a política fiscal e a expansão de crédito via bancos públicos, especialmente as operações realizadas entre o Tesouro e o BNDES. A capitalização do BNDES ocorreu através da concessão de crédito e foi financiada pela colocação de papéis de curtíssimo prazo através de operações compromissadas. Houve um aumento da dívida federal em poder do público. Esta operação não repercutiu sobre a dívida líquida, pois, como contrapartida ao aumento da dívida bruta, criou-se paralelamente um crédito a favor da União. Como a ampliação de crédito do BNDES ocorreu, sobretudo, por intermédio do Tesouro Nacional, Afonso (2012) argumenta que este, em última instância, foi financiado com recursos fiscais (obtidos junto ao setor financeiro). Se assim o for, a política fiscal foi mais custosa do que os 1% que transparece na redução do primário, pois o descasamento de prazos implica um subsídio a estas operações (a ser contabilizado como a diferença entre juros pagos e recebidos). Pereira e alli (2011) argumentam que os gastos com subsídio seriam mais do que compensado pelos ganhos fiscais em termos de arrecadação tributária. (conforme discutido no capítulo 3, sobre política fiscal)

Com a finalidade de complementar as medidas adotadas pelo Banco Central e a atuação do BNDES, observou-se a ação do governo federal por intermédio dos bancos públicos, especialmente do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal. Este processo levou a uma aceleração da oferta de crédito pelos bancos públicos, enquanto os bancos privados se retraíram logo após o

aprofundamento da crise do subprime em setembro de 2008. Este processo está presente na evolução do crédito público e privado entre 2003 e 2010 (Gráfico 4.1) e o explicitado na análise da taxa de crescimento perante o ano anterior do volume de crédito, segundo controle do capital. (Gráfico 4.2)

Ainda que claramente identificados com uma cultura empresarial, na qual as instituições são avaliadas pelo seu desempenho e, conseqüentemente, pelos resultados apresentados, essas instituições financeiras passaram a operar como instrumento de uma política anticíclica com a finalidade de atenuar os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira.

Assim, houve oferta de linhas de financiamento pela Caixa Econômica e pelo Banco do Brasil em 2009 a setores especialmente sensíveis à crise (como a agropecuária, construção civil, produção de insumos básicos e produção e venda de bens duráveis), além de concessão de crédito e de autorização para que instituições financeiras públicas adquirissem carteiras de crédito de outros bancos.

Nesta direção, o Banco do Brasil, por exemplo, expandiu expressivamente sua carteira de crédito consignado, de financiamento de automóveis e de capital de giro. Este processo ocorreu entre setembro de 2008 e dezembro de 2009 e permitiu que o Banco do Brasil aumentasse a sua participação na oferta de crédito doméstica (Tabelas 4.13 e 4.14), sendo que a análise de risco sugere

que elevou a participação na carteira do banco de operações menos arriscadas (seja o critério de risco A-C (com mais de 90% da carteira do banco em 2011) ou considerando somente as operações classificadas como A ou AA (mais de 50% da carteira do banco em 2011)). Portanto, o resultado da operação foi positivo para o Banco do Brasil.

Tabela 4.13

Concessão de Crédito - Banco do Brasil

Em % do PIB

| | dez/07 | set/08 | dez/08 | dez/09 | dez/10 | dez/11 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Carteira total | 6,04% | 6,86% | 7,41% | 9,29% | 9,51% | 10,21% |
| País | 5,61% | 6,42% | 6,92% | 8,75% | 8,96% | 9,43% |
| Pessoa Física | 1,20% | 1,47% | 1,61% | 2,83% | 3,00% | 3,15% |
| CDC Consignado | 0,45% | 0,49% | 0,58% | 1,13% | 1,19% | 1,24% |
| Financiamento de Veículos | 0,11% | 0,19% | 0,22% | 0,64% | 0,73% | 0,76% |
| CDC Salário | 0,10% | 0,14% | 0,13% | 0,28% | 0,34% | 0,37% |
| Financiamento Imobiliário | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,05% | 0,08% | 0,15% |
| Cartão de Crédito | 0,14% | 0,22% | 0,25% | 0,29% | 0,31% | 0,32% |
| Cheque Especial | 0,09% | 0,09% | 0,08% | 0,08% | 0,07% | 0,06% |
| Demais | 0,31% | 0,34% | 0,34% | 0,37% | 0,28% | 0,26% |
| Pessoa jurídica | 2,46% | 2,89% | 3,21% | 3,87% | 3,97% | 4,13% |
| Capital de Giro | 0,98% | 1,37% | 1,46% | 1,95% | 2,01% | 2,05% |
| Investimento | 0,50% | 0,58% | 0,63% | 0,78% | 0,88% | 0,94% |
| Recebíveis | 0,42% | 0,40% | 0,43% | 0,45% | 0,43% | 0,43% |
| Conta Garantida | 0,06% | 0,08% | 0,08% | 0,12% | 0,08% | 0,07% |
| ACC/ACE | 0,28% | 0,27% | 0,37% | 0,25% | 0,24% | 0,23% |
| BNDES Exim | 0,12% | 0,10% | 0,15% | 0,14% | 0,14% | 0,12% |
| Cartão de Crédito | 0,02% | 0,03% | 0,03% | 0,06% | 0,11% | 0,18% |
| Cheque Especial | 0,00% | 0,01% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Demais | 0,06% | 0,05% | 0,06% | 0,12% | 0,09% | 0,11% |
| Agronegócio | 1,95% | 2,05% | 2,10% | 2,05% | 1,99% | 2,14% |
| Exterior | 0,43% | 0,44% | 0,50% | 0,53% | 0,54% | 0,78% |

Fonte: Banco do Brasil

Tabela 4.14

Participação do Banco do Brasil nas Principais Categorias de Crédito no Brasil

| | dez/07 | set/08 | dez/08 | dez/09 | dez/10 | dez/11 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| País | 15,96% | 16,42% | 17,09% | 20,05% | 19,81% | 19,24% |
| Pessoa Física | 7,52% | 8,43% | 9,17% | 14,43% | 14,53% | 13,88% |
| CDC Consignado | 18,36% | 19,10% | 22,34% | 33,85% | 32,53% | 32,31% |
| Pessoa jurídica | 12,83% | 13,38% | 13,98% | 16,10% | 16,15% | 15,76% |
| Capital de Giro | 26,74% | 26,65% | 25,98% | 29,16% | 28,42% | 27,02% |

Fontes: Banco do Brasil e Banco Central do Brasil

A Caixa Econômica Federal manteve sua proeminente posição no crédito habitacional, que, tradicionalmente, sempre ocupou. Contudo, ao longo do segundo mandato, há uma mudança, com a melhora nas condições e uma maior agilidade na concessão de financiamentos. Torna-se possível, com a redução da burocracia, a contratação de financiamentos de longo prazo em prazos relativamente curtos. Adicionalmente, o uso da relação estabelecida através dos financiamentos imobiliários para fidelizar os clientes ao banco (com a oferta de juros contratuais menores para clientes da Caixa), denotando uma estratégia agressiva de aumentar a sua carteira de correntistas.

A revitalização da Caixa Econômica como agente financiador, processo que se principia no início da década de 2000, permitiu que esta desempenhasse um papel fundamental na estratégia do governo para debelar a crise de 2008. Assim, a Caixa pode contribuir para a estruturação de linhas de financiamento destinadas a diferentes segmentos, o que culminou com o lançamento do programa “Minha Casa, Minha Vida”, dedicado ao público de baixa renda em 2009. O programa habitacional “Minha Casa, Minha Vida”, destinado à classe de renda baixa e média baixa e gerenciado pela Caixa Econômica Federal,

previa a construção de 400.000 residências destinadas a famílias de baixa renda (com renda de 1 a 3 salários mínimos) tendo como contrapartida prestações simbólicas e 600.000 residências a serem financiadas a juros subsidiados e a serem negociadas entre as famílias (com renda até 10 salários mínimos) e os bancos (com destaque para a Caixa Econômica Federal).

Assim, a atuação da Caixa Econômica, em termos de oferta de crédito, privilegiou, no âmbito da pessoa física, o crédito habitacional, em consonância com o papel usualmente desempenhado por este banco na estratégia do governo federal. Nota-se, contudo, o crescimento acentuado, após 2008, dos empréstimos consignados à folha de pagamento. Estes mais do que dobram em termos nominais entre 2008 e 2010. (Tabela 4.15). Em 2010, a soma do financiamento habitacional e do crédito consignado representava, respectivamente, 94% do crédito à pessoa física e 70% do crédito total oferecido pela Caixa Econômica.

Tabela 4.15

Evolução do Crédito à Pessoa Física na Caixa Econômica Federal - 2008 a 2010

Em R\$ milhões

| Crédito PF (R\$ Milhões) | 2008 | set/09 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Crédito Pessoal | 12.493 | 18.183 | 19.115 | 24.207 |
| consignações | 9.168 | 13.970 | 15.008 | 19.000 |
| rotativo | 1.258 | 1.588 | 1.494 | 1.695 |
| crédito pessoal outros | 2.067 | 2.625 | 2.613 | 3.512 |
| Financiamento de Bens | 133 | 579 | 650 | 830 |
| Cartão de Crédito | 878 | 1.146 | 1.157 | 1.453 |
| Outros | 243 | 304 | 478 | 418 |
| Financiamento Habitacional | 44.235 | 61.135 | 68.395 | 104.752 |
| Total | 57.982 | 81.347 | 89.796 | 131.660 |

Fonte: Caixa Econômica Federal - diversos anuários para a imprensa

Os empréstimos à pessoa jurídica pela Caixa cresceram bastante após 2008 (Tabela 4.16). Aqui cabe destacar a elevação do crédito destinado ao financiamento de capital de giro. Este mais do que dobra em termos nominais. Além do financiamento de capital de giro, a Caixa desempenhou um papel relevante no financiamento de ações voltadas para o saneamento. Em 2010, o saneamento e o capital de giro representavam 77% daquele destinado ao crédito da pessoa jurídica.

Tabela 4.16

Evolução do Crédito à Pessoa Jurídica na Caixa Econômica Federal - 2008 a 2010

Em R\$ milhões

| Crédito PJ (R\$ Milhões) | 2008 | set/09 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Crédito Comercial | 15.107 | 20.890 | 23.533 | 28.533 |
| Desconto de Títulos | 1.159 | 1.077 | 1.479 | 1.432 |
| Desconto de títulos | | | 1.031 | 944 |
| Outros | | | 448 | 488 |
| Rotativo | 1.140 | 1.302 | 1.218 | 1.305 |
| Capital de Giro | 9.770 | 15.085 | 17.497 | 21.913 |
| Financiamento de Bens | 3.038 | 3.426 | 3.339 | 3.883 |
| Financiamento Habitacional | 364 | 911 | 2.133 | 3.579 |
| Subtotal | 15.471 | 21.801 | 25.666 | 32.112 |
| Saneamento | | | 8.917 | 12.013 |
| Total | | | 34.583 | 44.125 |

Fonte: Caixa Econômica Federal - diversos anuários para a imprensa

A importância estratégica da Caixa Econômica enquanto instrumento anticíclico está explicitada nas Tabelas 4.17 e 4.18. O crédito consignado passa de 0,30 pontos percentuais do PIB, em 2008, para 0,50 pontos percentuais do PIB, em 2010. O financiamento habitacional cresceu 1,3 pontos percentuais do PIB (ou seja, de 1,5 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2008, para 2,8 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010). Já o capital de giro sobe de 0,3 pontos percentuais do PIB, em 2008, para 0,6 pontos percentuais do PIB, em 2010.

Tabela 4.17

Evolução do Crédito à Pessoa Física na Caixa Econômica Federal - 2008 a 2010

Em percentual do PIB

| Crédito PF (R\$ Milhões) | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Crédito Pessoal | 0,41% | 0,56% | 0,64% |
| consignações | 0,30% | 0,43% | 0,50% |
| rotativo | 0,04% | 0,05% | 0,04% |
| crédito pessoal outros | 0,07% | 0,08% | 0,09% |
| Financiamento de Bens | 0,00% | 0,02% | 0,02% |
| Cartão de Crédito | 0,03% | 0,04% | 0,04% |
| Outros | 0,01% | 0,01% | 0,01% |
| Financiamento Habitacional | 1,46% | 1,89% | 2,78% |
| Total | 1,91% | 2,51% | 3,49% |

Fonte: Caixa Econômica Federal - diversos anuários para a imprensa

Tabela 4.18

Evolução do Crédito à Pessoa Jurídica na Caixa Econômica Federal - 2008 a 2010

Em percentual do PIB

| Crédito PJ (R\$ Milhões) | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Crédito Comercial | 0,50% | 0,64% | 0,76% |
| Desconto de Títulos | 0,04% | 0,03% | 0,04% |
| Desconto de títulos | 0,00% | 0,00% | 0,03% |
| Outros | 0,00% | 0,00% | 0,01% |
| Rotativo | 0,04% | 0,04% | 0,03% |
| Capital de Giro | 0,32% | 0,47% | 0,58% |
| Financiamento de Bens | 0,10% | 0,11% | 0,10% |
| Financiamento Habitacional | 0,01% | 0,03% | 0,09% |
| Subtotal | 0,51% | 0,67% | 0,85% |
| Saneamento | 0,00% | 0,00% | 0,32% |
| Total | 0,00% | 0,00% | 1,17% |

Fonte: Caixa Econômica Federal - diversos anuários para a imprensa

A Tabela 4.19 sintetiza a ação anticíclica dos principais bancos federais, explicitando o aumento da participação, tanto em termos relativos, quanto absolutos, destes bancos nos segmentos mais dinâmicos do crédito. A atuação do BB, da CEF e do BNDES evitou uma queda acentuada na oferta de crédito

nos segmentos de crédito consignado, aquisição de bens e capital de giro. O governo federal, deste modo, interviu no mercado e sustentou um processo em curso, atenuando os efeitos da crise financeira sobre a economia real e, assim, amainando o processo natural de deterioração das expectativas. Ou seja, ao atuar concretamente por intermédio dos bancos federais, o governo evitou uma desaceleração do crescimento da economia mais intensa.

Tabela 4.19

Participação da Caixa Econômica, do Banco do Brasil e do BNDES nos segmentos Mais Dinâmicos do Crédito

| | Em % do PIB | | |
|---|--------------|--------------|--------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 |
| Crédito Consignado | 2,60% | 3,33% | 3,67% |
| Banco do Brasil | 0,58% | 1,13% | 1,19% |
| Caixa Econômica | 0,30% | 0,43% | 0,50% |
| Bancos Federais | 0,88% | 1,56% | 1,70% |
| Participação dos Bancos Federais | 34,0% | 46,8% | 46,2% |
| Aquisição de Veículos | 2,72% | 2,91% | 3,72% |
| Banco do Brasil | 0,22% | 0,64% | 0,73% |
| Caixa Econômica | 0,00% | 0,02% | 0,02% |
| Bancos Federais | 0,23% | 0,66% | 0,75% |
| Participação dos Bancos Federais | 8,3% | 22,6% | 20,1% |
| Capital de Giro | 5,61% | 6,68% | 7,06% |
| Banco do Brasil | 1,46% | 1,95% | 2,01% |
| Caixa Econômica | 0,32% | 0,47% | 0,58% |
| BNDES | | | |
| Bancos Federais | 1,78% | 2,41% | 2,59% |
| Participação dos Bancos Federais | 31,7% | 36,1% | 36,7% |
| Habitacional | 1,97% | 2,70% | 3,49% |
| Banco do Brasil | 0,00% | 0,05% | 0,08% |
| Caixa Econômica | 1,46% | 1,89% | 2,78% |
| Bancos Federais | 1,46% | 1,93% | 2,86% |
| Participação dos Bancos Federais | 74,2% | 71,7% | 82,0% |
| Desembolsos do BNDES (- capital de giro) | 6,90% | 8,74% | 9,49% |

Fontes: BCB (séries temporais), BNDES, BB e CEF

Deste modo, o BNDES, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal atuaram estrategicamente como agentes do Estado brasileiro, rechaçando a tão temida crise sistêmica, e, simultaneamente, os elevados spreads cobrados pelo sistema financeiro, inclusive o público, na concessão de crédito preservaram a natureza privada (especialmente no caso dos bancos comerciais), com a manutenção de uma elevada rentabilidade.

4.6. Considerações Finais

Houve um expressivo crescimento do crédito ao longo do governo Lula, com um aumento de 26 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2002, para 45 pontos percentuais do PIB, em dezembro de 2010. Este processo, inicialmente, foi liderado pelo setor privado e com recursos livres e, em um segundo momento, foi capitaneado pelo crédito direcionado. As pessoas físicas foram as primeiras contempladas neste processo, ou seja, ainda em 2004, enquanto, somente em 2006-2007, o ritmo de concessão de crédito à pessoa jurídica se acelerou. O sistema financeiro privado iniciou o processo de aumento de concessão de crédito, mas, em um segundo momento, a atuação dos bancos federais – especificamente, o BB, a CEF e o BNDES – foi fundamental ao atenuar a tendência à queda na oferta de crédito com recursos livres e aumentar o direcionado.

A análise da oferta de crédito revelou que o crescimento do crédito à pessoa física deu-se, primeiramente, nos segmentos de crédito pessoal, mais especificamente nos empréstimos com consignação da folha de pagamentos, e para o financiamento de veículos. Além disso, ocorreu o aumento das compras com cartão de crédito à vista. Paralelamente ao aumento de crédito com recursos livres à pessoa física, constatou-se, também, a melhora das condições de financiamento com o aumento do prazo tanto no crédito pessoal

quanto para a aquisição de veículos e a redução da taxa de juros incidentes sobre estes segmentos.

Já o crescimento do crédito à pessoa jurídica com recursos livres é explicado pelo aumento das operações para financiamento de capital de giro, concentradas em operações com taxas de juros prefixados e flutuantes.

Uma questão essencial, neste capítulo, era compreender porque houve uma diversificação do portfólio do sistema financeiro nacional, ou seja, o que motivou o aumento da oferta de crédito em termos de percentual do PIB. Vale ressaltar que a economia brasileira tradicionalmente apresentava um baixo patamar de crédito em termos de percentual do PIB quando comparada a outros países. Portanto, havia espaço para elevar a oferta de crédito.

Mudanças na legislação, com repercussões sobre o crédito pessoal, a aquisição de bens e sobre o financiamento de empresas, assim como inovações financeiras introduzidas nos contratos de financiamento à pessoa jurídica, permitem explicar o aumento da oferta de crédito com recursos livres. Mais especificamente, a possibilidade de consignar a folha de pagamento, alterações importantes nas regras de alienação fiduciária e a aprovação de uma nova lei de falência, além do uso de derivativos cambiais atrelados a operações de crédito à pessoa jurídica, reduziram os riscos dos bancos, ou

seja, diminuíram a incerteza, e contribuíram para o processo de aumento de oferta de crédito.

Paralelamente, o ambiente macroeconômico favorável, com aumento da renda e do emprego, contribuía para elevar a demanda por crédito. Neste contexto, o aumento do crédito permitia ampliar a capacidade de gasto, ratificando as decisões de consumo e investimento. Logo, a expansão do crédito contribuiu para instauração de um ciclo virtuoso na economia brasileira, em que o crescimento, impulsionado pela demanda agregada e em um contexto de políticas sociais de natureza redistributiva, deu-se com a redução da desigualdade social.

A expansão do crédito ao longo do governo Lula foi importante porque atenuou os efeitos da política monetária restritiva sobre o produto e, na resposta à crise de 2008, revelou a interface entre políticas creditícia e fiscal.

A redução da taxa de juros à pessoa física por intermédio do crédito consignado e no segmento de aquisição de veículos, assim como a gradual diminuição da Taxa de Juros de Longo Prazo amorteceram o impacto da política monetária ao minimizar os efeitos dos juros altos sobre o consumo, sobre a produção e sobre o investimento (canais importantes de transmissão da política monetária). Contudo, a política monetária continuava pautada pelos pressupostos que norteiam o regime de metas de inflação. O modelo do Banco

Central supostamente quantificava tais movimentos por seus efeitos sobre a demanda agregada. Portanto, a redução das taxas de juros destas modalidades eventualmente justificou a manutenção da taxa de Selic em um patamar mais elevado para assegurar a inflação no centro da meta. Apesar disso, a política monetária não neutralizou completamente os efeitos sobre a demanda derivados do gasto público e de mudanças na oferta de crédito.

Neste contexto, a eclosão da crise em setembro de 2008 não alterou a rota já identificada anteriormente nas esferas fiscal e creditícia, mas tão somente requereu um emprego mais intenso do instrumental que já estava em uso.

A redução gradual da taxa Selic de 13,75%, em setembro de 2008, para 8,75%, em julho de 2009, levou a que a política monetária, cujas repercussões sobre a economia, como é notório, ocorrem com defasagem, só surtisse efeito com retardo. Ainda assim, entende-se que o Banco Central, após o agravamento da crise do *subprime* com a falência do Lehman Brothers, não fundamentou suas decisões com a finalidade de sobrepujar a crise e tomou como parâmetro para as suas decisões a demanda agregada, que se encontrava aquecida em meados de 2008. Por outro lado, a política fiscal *stricto sensu* foi utilizada, mas, conforme colocado por Afonso (2012), de modo tímido.

A política creditícia, em decorrência do agravamento da crise do subprime, com a falência de Lehman Brothers, desempenhou, então, um papel fundamental, ao injetar liquidez discricionariamente na economia. A decisão deliberada do governo de aumentar os financiamentos com recursos direcionados e com recursos livres, com a finalidade de sustentar a oferta de crédito (ou ao menos atenuar a sua queda), possibilitou compreender o comportamento do crédito após setembro de 2008. Assim, o governo brasileiro, em resposta ao aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados em um contexto de maior aversão ao risco, utilizou os bancos públicos com a finalidade de afastar o risco de uma crise sistêmica e, mais do que isto, de modo a contribuir para sustentar a demanda agregada. O uso do BNDES, do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal para coordenar os esforços e para afastar a tão temida crise sistêmica foi bem sucedida, na medida em que efetivamente o volume de crédito aumentou em percentual do PIB entre setembro de 2008 e dezembro de 2010, sem que estes bancos tenham elevado a sua exposição a operações arriscadas.

Em suma, a expansão do crédito deveu-se a uma série de fatores, tanto de ordem institucional, quanto associados a questões conjunturais. Estes fatores afetaram a oferta de crédito pelos bancos e criaram as condições necessárias para que o sistema financeiro respondesse à crescente demanda por crédito.

5. Crescimento no Governo Lula: uma interpretação pós-keynesiana

O objetivo da política macroeconômica é, em última instância, crescimento econômico no longo prazo, ainda que os caminhos para alcançá-lo não sejam um consenso entre as escolas de pensamento. Em síntese, conforme foi discutido ao longo do Capítulo 1, a crença na neutralidade da moeda no longo prazo define os limites e as possibilidades da política macroeconômica do Novo Consenso e implica a ênfase em políticas voltadas para a oferta. Neste contexto, a prioridade na gestão das políticas monetária e fiscal é preservar a estabilidade monetária e, deste modo, assegurar um ambiente propício ao crescimento econômico no longo prazo. O Novo Consenso prescreve como modelo macroeconômico o Regime de Metas de Inflação. Em contraposição, a crença na não neutralidade da moeda no longo prazo pauta a condução da política macroeconômica pós-keynesiana e alça a demanda a um papel central como catalisadora do crescimento econômico. Neste cenário, os pós-keynesianos defendem o uso da política macroeconômica discricionária para estabelecer uma trajetória de crescimento sustentável. Portanto, a escola de pensamento do Novo Consenso e a pós-keynesiana têm posições antagônicas sobre o papel desempenhado pela demanda no processo de crescimento econômico.

A controvérsia entre economistas identificados com o Novo Consenso e com o enfoque keynesiano, no plano teórico, traduziu-se, em termos concretos, em

um debate sobre a condução da política macroeconômica no Brasil, ao longo do governo Lula. Constatou-se que o regime de metas de inflação caracterizou a articulação das políticas monetária e fiscal na primeira década do século 21, mas diversos programas, ao longo do governo do Lula, repercutiram sobre a demanda agregada e tiveram efeitos macroeconômicos não desprezíveis. Neste capítulo, será apresentada, inicialmente, uma síntese do arranjo macroeconômico que caracterizou o governo Lula.

A coordenação macroeconômica, desde 1999, é conduzida no Brasil sob a égide do regime de metas de inflação, com o câmbio flutuante e uma política fiscal subordinada à política monetária. Entretanto, ainda que a atuação do Banco Central em prol da estabilidade monetária tenha se contraposto a qualquer alternativa heterodoxa, ocorreram vazamentos. Ou seja, mesmo sem questionar a natureza do regime, medidas alternativas atenuaram os efeitos da política monetária.

Argumenta-se que a base partidária do governo Lula requeria a adoção de políticas, que, em última instância, implicaram expansão da demanda. Por outro lado, Lula se comprometeu, em campanha, a manter a política macroeconômica ostentada pelo governo FHC. Assim, ao longo do primeiro mandato, a política macroeconômica articulada no âmbito do regime de metas de inflação se deu em um contexto de ampliação da demanda interna. A política social e o aumento do salário mínimo, assim como as inovações no

crédito, - formulados a fim de atenuar os conflitos implícitos em uma base política fragmentada e comprometida com os movimentos sociais – desencadearam efeitos macroeconômicos, conforme previsto no PPA 2004-2007. Aqui cabe ressaltar, contudo, que os gestores da política macroeconômica neste primeiro mandato, identificados com o referencial teórico ortodoxo, observavam com enorme desconfiança o aumento da demanda.

A alteração de direção na condução da política macroeconômica é identificada, por Barbosa e Souza (2010), ainda em 2006. Consideradas ao menos controversas pelos defensores do regime de metas de inflação, o início do debate sobre a reestruturação de carreiras no setor público (processo que envolveu reajustes salariais em termos reais após 2007-2008); um crescimento real e expressivo do salário mínimo (com aumentos maiores do que aqueles concedidos nos primeiros anos do primeiro mandato de Lula); e a retomada tímida dos investimentos públicos, com gastos na recuperação de estradas, sugerem de modo mais evidente a ambivalência do governo Lula. Contudo, estas medidas podem ser atribuídas ao fato de se estar em um ano eleitoral (quando é comum a adoção de medidas de impacto no curto prazo com a intenção de seduzir o eleitorado).

No segundo mandato do governo Lula, entretanto, identifica-se uma mudança no rumo da política econômica, com a emergência de outras lideranças com

prioridades que eram conflitantes com os preceitos do regime de metas de inflação (ainda em vigor). Neste contexto, o PAC, lançado no início de 2007, propunha um ambicioso programa de investimentos e revelava a ambivalência na condução da política macroeconômica. Surgia o que posteriormente Moraes e Saad (2012) denominariam de “modelo híbrido”. Destaca-se a influência crescente de Guido Mantega⁷², um tradicional desenvolvimentista, ao longo do segundo mandato de Lula. Neste cenário, Barbosa e Souza (2010) afirmam que a principal característica do governo Lula foi a “(...) retomada do papel do estado no estímulo ao desenvolvimento e no planejamento de longo prazo (...)” [Barbosa, N. e Souza, J.A.P (2010)].

O segundo mandato do governo Lula foi particularmente fértil, com a experimentação de uma combinação de políticas de referenciais teóricos antagônicos. Além disso, a crise financeira de 2008 justificou um afrouxamento das políticas monetária e fiscal. Este quadro permitiu a efetiva implementação de uma política macroeconômica relativamente integrada, com um viés keynesiano a despeito do regime de metas de inflação.

O formato de política macroeconômica permitiu ao governo Lula alcançar taxas de crescimento expressivas, especialmente no segundo mandato. Entretanto,

⁷² Guido Mantega foi Ministro Planejamento, Orçamento e Gestão, entre em janeiro de 2003 e novembro de 2004 e Presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre novembro de 2004 e março de 2006. Em março de 2006, Mantega assumiu o Ministério da Fazenda.

muito além das taxas de crescimento expressivas, entre 2003 e 2010 constata-se uma mudança profunda na sociedade brasileira, patrocinada por transformações estruturais na pirâmide social. O governo Lula orquestrou uma profunda mudança, com o aumento da renda dos 10% mais pobres da ordem de 69% ao longo do seu mandato, com o fortalecimento da classe C e com a estagnação da classe A.

Assim, a elevação da renda per capita no Brasil não permite dimensionar o impacto do crescimento da economia entre 2003 e 2010 sobre a sociedade, pois o aumento de renda não foi apropriado uniformemente pelas diferentes classes sociais (Neri (2011a)). Identifica-se, portanto, uma falácia de composição.

Argumenta-se, na tese, que a política social implementada pelo governo Lula contribuiu para a obtenção de resultados macroeconômicos positivos. Os resultados no campo social e no campo macroeconômico se retroalimentaram, criando um círculo virtuoso.

Ainda que em um contexto de regime de metas de inflação, defende-se que o crescimento econômico, em consonância com uma visão pós-keynesiana, se deu impulsionado pelas políticas macroeconômicas que fomentaram a demanda agregada. A natureza híbrida do arranjo levou, contudo, a

movimentos de “stop and go”, que foram suavizados somente após a crise de 2008.

Assim, este capítulo discutirá o crescimento no governo Lula, segundo uma interpretação pós-keynesiana. O crescimento no governo Lula, a despeito da política monetária restritiva, é tratado na seção 5.1. Argumentar-se-á que a conjuntura externa criou as condições necessárias, mas não suficientes, para explicar o crescimento da economia no governo Lula. Assim, na seção 5.2, discute-se a contribuição das políticas implementadas pelo governo federal na redução da desigualdade social e, conseqüentemente, sob um enfoque pós-keynesiano, no processo de crescimento da economia brasileira.

5.1. Crescimento no governo Lula

Houve uma elevação da taxa média de crescimento anual da economia entre o governo Fernando Henrique (2,3% ao ano entre 1995 e 2002) e o de Lula (4,0% ao ano entre 2003-2010). Deste modo, o aumento do PIB ultrapassou os 37% entre 2003 e 2010, após crescer 20,0% entre 1995 e 2002. A expansão do PIB acelera-se entre o primeiro e o segundo mandato do governo Lula, mesmo tendo sido observada uma ligeira retração do PIB, em 2009. Assim, observou-se a elevação do crescimento médio do PIB de 3,5% ao ano, entre 2003 e 2006, para de 4,6% ao ano, entre 2007 e 2010. (IPEADATA)

Ao longo do governo Lula, o PIB brasileiro aumentou preponderantemente a taxas superiores à economia internacional, ainda que a taxas inferiores aos países em desenvolvimento (Tabela 5.1). O crescimento econômico no Brasil ocorreu em um cenário de elevadas taxas de juros, utilizadas como instrumento para debelar a inflação no âmbito do RMI.⁷³ Portanto, cabe identificar o que levou a uma aceleração do crescimento da economia.

Tabela 5.1.

Taxa de Crescimento Anual dos BRICs, do Mundo, das Economias Avançadas e dos Países em Desenvolvimento - 1995-2010

| | Em % ao ano | | | | | | | |
|------|-------------|----------|----------|-----------|------------------|---------|-----------------------|------------------------------|
| | Brasil /1 | China /1 | Índia /1 | Rússia /1 | África do Sul /1 | Mundo/2 | Economias Avançadas/2 | Países em Desenvolvimento /2 |
| 1995 | 4.2 | 10.9 | 7.6 | -3.6 | 3.1 | 3,3 | 2,8 | 6,1 |
| 1996 | 2.2 | 10,0 | 7.4 | -3.6 | 4.3 | 3,7 | 3,0 | 6,6 |
| 1997 | 3.4 | 9.3 | 4.5 | 1.4 | 2.6 | 4,0 | 3,5 | 5,2 |
| 1998 | 0,0 | 7.8 | 6,0 | -5.3 | 0.5 | 2,6 | 2,6 | 3,0 |
| 1999 | 0.3 | 7.6 | 7.1 | 6.4 | 2.4 | 3,6 | 3,5 | 4,1 |
| 2000 | 4.3 | 8.4 | 4,0 | 10,0 | 4.2 | 4,8 | 3,9 | 6,0 |
| 2001 | 1.3 | 8.3 | 5.2 | 5.1 | 2.7 | 2,3 | 1,2 | 4,3 |
| 2002 | 2.7 | 9.1 | 3.8 | 4.7 | 3.7 | 2,9 | 1,7 | 4,8 |
| 2003 | 1.1 | 10,0 | 8.4 | 7.3 | 2.9 | 3,6 | 1,9 | 6,2 |
| 2004 | 5.7 | 10.1 | 8.3 | 7.2 | 4.6 | 4,9 | 3,1 | 7,5 |
| 2005 | 3.2 | 11.3 | 9.3 | 6.4 | 5.3 | 4,6 | 2,7 | 7,3 |
| 2006 | 4,0 | 12.7 | 9.3 | 8.2 | 5.6 | 5,2 | 3,0 | 8,2 |
| 2007 | 6.1 | 14.2 | 9.8 | 8.5 | 5.6 | 5,4 | 2,7 | 8,8 |
| 2008 | 5.2 | 9.6 | 4.9 | 5.2 | 3.6 | 2,9 | 0,2 | 6,1 |
| 2009 | -0.6 | 9.2 | 9.1 | -7.8 | -1.7 | -0,5 | -3,4 | 2,7 |
| 2010 | 7.5 | 10.4 | 8.8 | 4,0 | 2.8 | 5,0 | 3,0 | 7,3 |

Fontes: /1 Banco de dados da ONU (<http://unstats.un.org>)

/2 Série histórica da Carta de Conjuntura do IPEA n.15 dez/2011

Dados extraídos em 08/05/2012

Argumentar-se-á que a melhora no desempenho da economia pode ser primordialmente imputada (i) à mudança do cenário internacional, extremamente favorável a economias emergentes, e (ii) à expansão da demanda interna sustentada pela redefinição da composição do gasto federal, pela elevação do salário mínimo e pelo aumento do crédito e pelos efeitos do PAC, um programa de investimento de longo prazo.

Identifica-se a importância do consumo das famílias e das exportações para o crescimento da economia entre 2004 e 2010 (Tabela 5.2). Apesar das ressalvas que eventualmente se faça ao processo em curso, o crescimento aparentemente foi orientado pela demanda. Logo, neste capítulo, investigar-se-á como a conjuntura externa e determinadas políticas do governo contribuíram neste processo.

Tabela 5.2.

PIB: Contribuição ao Crescimento^a - 2002-2010

| Ano | Consumo | | | | Formação Bruta de Capital | | | Exportação | Importação (-) | PIB a preços de mercado |
|------|---------|----------|--------|---------|---------------------------|-------|---------------|------------|----------------|-------------------------|
| | Total | Famílias | ISFLSF | Governo | Total | Fixo | Variã | | | |
| | | | | | | | o de estoques | | | |
| 2002 | 2,16 | 1,22 | 0,00 | 0,94 | -3,28 | -0,89 | -2,39 | 0,90 | 1,60 | 2,66 |
| 2003 | -0,24 | -0,48 | 0,00 | 0,24 | -1,66 | -0,75 | -0,91 | 1,47 | 0,20 | 1,15 |
| 2004 | 3,16 | 2,37 | 0,00 | 0,79 | 0,54 | 1,39 | -0,85 | 2,29 | -1,61 | 5,71 |
| 2005 | 3,11 | 2,67 | 0,00 | 0,44 | -1,79 | 0,58 | -2,38 | 1,53 | -1,06 | 3,16 |
| 2006 | 3,65 | 3,13 | 0,00 | 0,51 | 0,25 | 1,56 | -1,31 | 0,76 | -2,13 | 3,96 |
| 2007 | 4,69 | 3,66 | 0,00 | 1,03 | 1,32 | 2,28 | -0,96 | 0,89 | -2,28 | 6,09 |
| 2008 | 4,04 | 3,40 | 0,00 | 0,64 | 1,62 | 2,37 | -0,75 | 0,07 | -1,82 | 5,17 |
| 2009 | 3,24 | 2,62 | 0,00 | 0,63 | -4,56 | -1,29 | -3,27 | -1,25 | 1,02 | -0,33 |
| 2010 | 4,99 | 4,24 | 0,05 | 0,70 | 3,82 | 3,95 | -0,03 | 1,26 | -4,03 | 7,53 |

Fonte: IBGE - Sistema de Contas Nacionais Referência 2000. Elaboração: Ipea/Dimac.

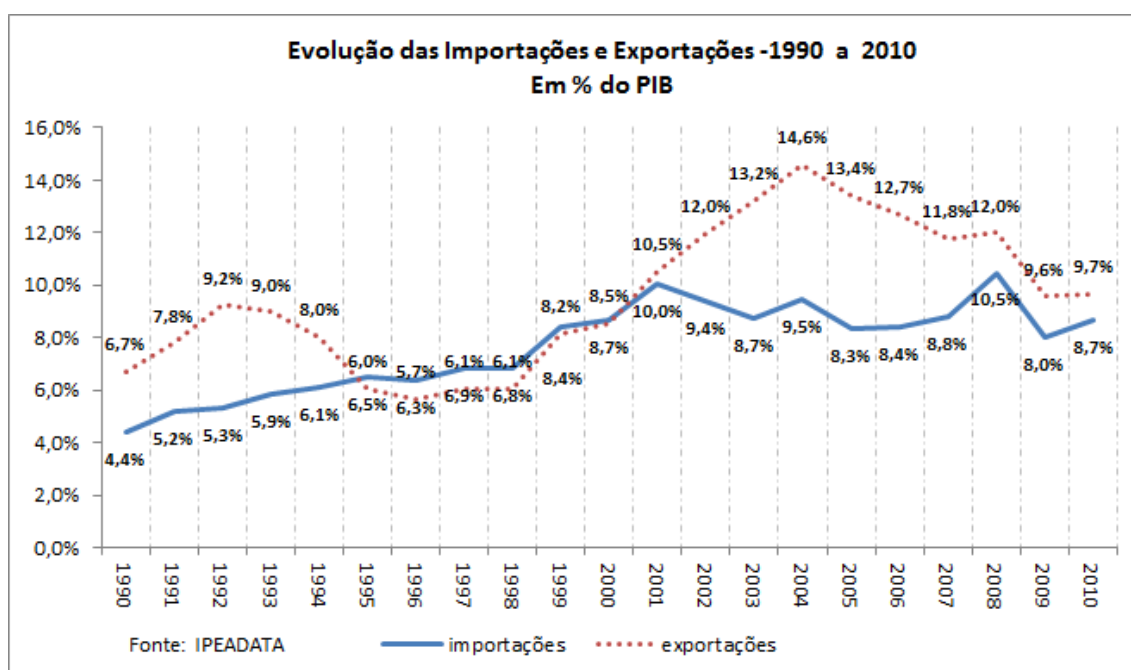
^a Pesos no ano anterior (t-1) x taxa de crescimento (t).

5.2. A conjuntura externa e o câmbio

5.2.1 Conjuntura Externa

O crescimento da economia mundial a ritmo acelerado entre 2000 e 2008 (Tabela 5.1), teve como contrapartida o aumento do fluxo comercial. No Brasil, este processo levou a uma elevação das importações e das exportações em percentual do PIB (gráfico 5.1) e antecedeu o governo Lula.

Gráfico 5.1



O aumento das exportações, em termos de percentual do PIB, foi possível pela expansão da demanda mundial (especialmente por produtos básicos e semimanufaturados) e também pela elevação do preço internacional de produtos agrícolas e de origem mineral. (Castilho (2011)) As importações

acompanharam o movimento observado nas exportações entre 1995 e 2000 e, posteriormente, entre 2008 e 2010. A análise da tabela 5.3 revela que na primeira década de 2000 as importações, em termos de quantidade, cresceram mais acentuadamente do que as exportações, mas a balança comercial manteve-se positiva, em decorrência de uma melhora dos termos de troca da ordem de 25%.

Tabela 5.3

Índice de Preço e Quantum de Exportação e Importação - 2002 a 2010
base: média de 2006 = 100

| Ano | Exportação | | Importação | | Termos de Troca ^a |
|------|------------|---------|------------|---------|------------------------------|
| | Preço | Quantum | Preço | Quantum | |
| 2002 | 78,0 | 162,3 | 84,6 | 104,7 | 92,2 |
| 2003 | 81,6 | 187,9 | 89,8 | 100,9 | 90,9 |
| 2004 | 90,5 | 223,7 | 98,7 | 119,3 | 91,7 |
| 2005 | 101,5 | 244,7 | 109,8 | 125,7 | 92,4 |
| 2006 | 114,2 | 252,8 | 117,3 | 145,9 | 97,3 |
| 2007 | 126,2 | 266,7 | 127,0 | 178,1 | 99,3 |
| 2008 | 159,4 | 260,2 | 154,9 | 209,6 | 102,9 |
| 2009 | 138,0 | 232,2 | 137,4 | 174,2 | 100,5 |
| 2010 | 166,3 | 254,2 | 142,7 | 238,6 | 116,6 |

Nota: (a) Termos de troca consistem no preço das exportações dividido pelo preço das importações

Fontes: FUNCEX e IPEA.

Assim, a ampliação na demanda por produtos básicos, semi-manufaturados e manufaturados produzidos no Brasil no governo Lula e a resposta dos exportadores domésticos reverteu-se em um incremento de vendas de básicos de 70%, de semi-manufaturados de 31% e de manufaturados de 42%, acompanhada de um aumento nos preços dos básicos de 180%, dos semi-

manufaturados de 140% e dos manufaturados de 70%. (Tabela 5.4). Esta situação suscitou uma melhora no preço médio das exportações brasileiras de 113%. Paralelamente, as importações, no mesmo período, tiveram um aumento de preços da ordem de 70%.

Tabela 5.4

Índice de Preço e Quantum de Exportação (Total e Fator Agregado) - 2002 a 2010
base: média de 2006 = 100

| Ano | Total | | Básicos | | Semi-manufaturados | | Manufaturados | |
|------|-------|---------|---------|---------|--------------------|---------|---------------|---------|
| | Preço | Quantum | Preço | Quantum | Preço | Quantum | Preço | Quantum |
| 2002 | 68,3 | 64,2 | 61,3 | 68,7 | 59,4 | 77,3 | 76,1 | 57,9 |
| 2003 | 71,5 | 74,3 | 67,7 | 77,7 | 66,1 | 84,8 | 75,7 | 70,1 |
| 2004 | 79,3 | 88,5 | 80,4 | 88,1 | 75,7 | 90,9 | 80,2 | 88,3 |
| 2005 | 88,9 | 96,8 | 91,4 | 94,3 | 84,7 | 96,6 | 89,0 | 97,9 |
| 2006 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 2007 | 110,5 | 105,5 | 114,5 | 111,8 | 110,9 | 100,7 | 108,4 | 103,2 |
| 2008 | 139,6 | 102,9 | 161,8 | 112,1 | 138,9 | 99,8 | 126,0 | 98,1 |
| 2009 | 120,9 | 91,8 | 133,4 | 115,3 | 110,8 | 94,8 | 118,6 | 75,7 |
| 2010 | 145,7 | 100,6 | 174,0 | 128,4 | 142,9 | 101,1 | 128,7 | 82,4 |

Fontes: Funcex e IPEA. Elaboração: Ipea/Dimac.

Nesta conjuntura extremamente favorável à economia brasileira, o agravamento da crise subprime, em 2008, levou a um retrocesso e posterior retomada dos fluxos de comércio. Entretanto, conforme salientado por Castilho (2011), cristalizou uma tendência em curso, a saber, de especialização da economia brasileira na produção de básicos e semi-manufaturados. Em suma, segundo Castilho:

“Percebe-se, contudo, que algumas mudanças, sobretudo na pauta de exportações – inicialmente atribuídas à crise – mostraram-se persistentes e têm reforçado tendências observadas ao longo da década. Em outras palavras, as tendências de curto prazo

acentuaram as tendências estruturais que vinham se manifestando desde o início do milênio na especialização da economia brasileira.” (Castilho, M. (2011): p. 98)

Pode-se atribuir a crescente especialização da economia brasileira ao fato de a crise de 2008 ter afetado de modo diferenciado a economia mundial. Enquanto a Europa e os Estados Unidos ainda não haviam retomado uma trajetória de crescimento consistente até 2010, a China continuou em franco processo de expansão. Contudo, o perfil da pauta de importações de produtos brasileiros por estes países é muito diferenciado. Portanto, o crescimento da China como destino das exportações brasileiras implicou um aumento na participação dos básicos e dos semimanufaturados na pauta de exportações brasileiras, em um contexto de crescente demanda por importações (inclusive decorrência da expansão da demanda interna com a queda da pobreza e o aumento do consumo doméstico). Conforme explicitado por Castilho (2011):

“Essas diferentes evoluções estão associadas à composição setorial da pauta para os diversos mercados. Ademais, a recente mudança na distribuição geográfica pode ter implicações importantes na composição das exportações brasileiras. De fato, o mercado que se tem mostrado mais dinâmico para as exportações brasileiras, a China, absorve (crescentemente) produtos básicos e/ou pouco elaborados. (...) Vale acrescentar, ainda, a crescente concorrência dos produtos chineses em mercados importantes como o da América Latina ou o dos EUA.” (Castilho, M. (2011): p. 112-113)

O aumento das importações no Brasil, entre 2003 e 2010, não ocorreu uniformemente. Houve um incremento da participação percentual dos bens de consumo, compensado pela queda do peso dos bens intermediários e matérias primas, enquanto tanto petróleo e derivados quanto bens de capital se

mantiveram relativamente estáveis (vide Tabela 5.5). Como ao longo da primeira década do século 21 constatou-se uma mudança nos termos de troca em prol das matérias primas e bens intermediários, o aumento da demanda por bens de consumo importados tende a ter sido mais acentuada do que a evolução dos gastos com importação em dólar sugere. Assim, parte do consumo das famílias foi viabilizada por meio de importações.

Tabela 5.5

Balança Comercial Brasileira: importações por categoria de uso - 2002 a 2010

| Ano | Matérias-primas e produtos interm. | Combustíveis e lubrificantes | Bens de capital | Distribuição Percentual | | | | | |
|------|------------------------------------|------------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------|-------------|--------|-------|-------------------------|
| | | | | Não-duráveis | Bens de consumo | | | Total | Total (em US\$ milhões) |
| | | | | | Duráveis | Auto-móveis | Outros | | |
| | | | | | | | | | |
| 2002 | 49,6% | 13,2% | 24,6% | 7,2% | 1,8% | 3,5% | 5,3% | 12,5% | 47.240 |
| 2003 | 53,5% | 13,6% | 21,4% | 6,5% | 1,4% | 3,6% | 5,0% | 11,5% | 48.290 |
| 2004 | 53,3% | 16,4% | 19,3% | 5,8% | 1,1% | 3,9% | 5,1% | 10,9% | 62.811 |
| 2005 | 51,4% | 16,2% | 20,9% | 6,2% | 1,4% | 4,0% | 5,3% | 11,5% | 73.600 |
| 2006 | 49,6% | 16,6% | 20,7% | 6,5% | 2,4% | 4,3% | 6,7% | 13,1% | 91.329 |
| 2007 | 49,2% | 16,7% | 20,8% | 6,4% | 2,9% | 3,9% | 6,8% | 13,3% | 120.623 |
| 2008 | 48,0% | 18,2% | 20,8% | 5,7% | 3,5% | 3,8% | 7,3% | 13,0% | 172.975 |
| 2009 | 46,8% | 13,1% | 23,3% | 7,8% | 4,6% | 4,5% | 9,1% | 16,9% | 127.718 |
| 2010 | 46,2% | 13,9% | 22,6% | 7,1% | 5,0% | 5,2% | 10,2% | 17,3% | 181.710 |

Fonte: Secex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

Conclui-se que o crescimento da economia mundial reverberou positivamente sobre a economia brasileira, ao permitir elevar as importações e, concomitantemente, manter superávits na balança comercial. A dependência crescente da receita das exportações proveniente de produtos básicos e semimanufaturados (Tabela 5.6) aumentou a vulnerabilidade externa, pois, ainda que em certa medida estes mercados respondam à flutuação da demanda, os preços podem oscilar expressivamente em decorrência da

natureza especulativa da formação dos preços de commodities e afins.

Conforme colocado por Castilho (2011):

“De fato, diante da valorização do dólar norte-americano e dos sinais de aprofundamento da crise financeira internacional, os investidores buscaram rentabilidade em ativos reais, como alimentos e metais. Visto que o comércio internacional tornou-se profundamente ligado ao mercado financeiro (...) o comércio internacional de minerais e de alimentos encontrou-se mais sujeito a ataques especulativos do que em períodos precedentes.” (Castilho, M. (2011): p. 114)

Tabela 5.6.

Balança Comercial Brasileira: exportações por fator agregado - 2002 a 2010
em US\$ milhões

| Ano | Exportações | | | | | |
|------|-------------|------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------------|----------|
| | Total | Produtos básicos | Industriais zados (1)+(2) | Produtos semimanuf. uf. (1) | Produtos manuf. (2) | Op. Esp. |
| 2002 | 60.439 | 16.951 | 41.965 | 8.965 | 33.068 | 1.445 |
| 2003 | 73.203 | 21.179 | 50.596 | 10.945 | 39.764 | 1.309 |
| 2004 | 96.677 | 28.520 | 66.373 | 13.433 | 53.137 | 1.585 |
| 2005 | 118.529 | 34.721 | 81.105 | 15.963 | 65.361 | 2.482 |
| 2006 | 137.807 | 40.281 | 94.473 | 19.523 | 75.023 | 2.981 |
| 2007 | 160.649 | 51.594 | 105.745 | 21.800 | 83.943 | 3.309 |
| 2008 | 197.942 | 73.029 | 119.754 | 27.073 | 92.683 | 5.158 |
| 2009 | 152.995 | 61.957 | 87.836 | 20.499 | 67.349 | 3.188 |
| 2010 | 201.915 | 90.005 | 107.773 | 28.207 | 79.563 | 4.138 |

Fonte: Secex. Elaboração: IPEA/DIMAC.

De todos os modos, o dinamismo do setor exportador, cujo volume exportado cresceu mais de 50% ao longo governo Lula, adicionado a uma melhora dos termos de troca, contribuiu para o crescimento da economia e para a obtenção de superávits comerciais expressivos.

Além da balança comercial, a farta liquidez internacional levou à intensificação dos fluxos de capital aos países emergentes e o Brasil, com uma política monetária restritiva, foi um dos países contemplados neste processo. (Cintra e Prates (2009)). Este movimento de entrada de capitais também contribuiu para o saldo positivo do balanço de pagamentos ao longo do governo Lula (Tabela 5.7), exceto em 2004 e 2005.

Tabela 5.7

Balanço de Pagamentos - Contas Seleccionadas - 2002 a 2010

| | [em US\$ bilhões] | | | | | | | | |
|--|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Contas do BP | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Transações Correntes (TC) | -7,6 | 4,2 | 11,7 | 14,0 | 13,6 | 1,6 | -28,2 | -24,3 | -47,4 |
| Balança comercial (fob) | 13,1 | 24,8 | 33,6 | 44,7 | 46,5 | 40,0 | 24,8 | 25,3 | 20,2 |
| Exportação de bens | 60,4 | 73,1 | 96,5 | 118,3 | 137,8 | 160,6 | 197,9 | 153,0 | 201,9 |
| Importação de bens | 47,2 | 48,3 | 62,8 | 73,6 | 91,4 | 120,6 | 173,1 | 127,7 | 181,7 |
| Serviços e rendas (líquido) | -23,1 | -23,5 | -25,2 | -34,3 | -37,1 | -42,5 | -57,3 | -52,9 | -70,4 |
| Serviços (fretes, viagens, etc.) | -5,0 | -4,9 | -4,7 | -8,3 | -9,6 | -13,2 | -16,7 | -19,2 | -30,8 |
| Juros | -13,1 | -13,0 | -13,4 | -13,5 | -11,3 | -7,3 | -7,2 | -9,1 | -9,7 |
| Lucros e dividendos | -5,2 | -5,6 | -7,3 | -12,7 | -16,4 | -22,4 | -33,9 | -25,2 | -30,4 |
| Outras rendas | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,5 |
| Transferências unilaterais | 2,4 | 2,9 | 3,2 | 3,6 | 4,3 | 4,0 | 4,2 | 3,3 | 2,8 |
| Conta Capital e Financeira (CCF) | 8,0 | 5,1 | -7,5 | -9,5 | 16,3 | 89,1 | 29,4 | 71,3 | 99,7 |
| Conta Capital | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Investimento Direto | 14,1 | 9,9 | 8,3 | 12,5 | -9,4 | 27,5 | 24,6 | 36,0 | 36,9 |
| Investimento em carteira, derivativos e outros | -6,5 | -5,3 | -16,2 | -22,7 | 24,8 | 60,8 | 3,7 | 34,1 | 62,0 |
| Erros e Omissões | -0,1 | -0,8 | -1,9 | -0,2 | 0,6 | -3,2 | 1,8 | -0,3 | -3,2 |
| Resultado do Balanço | 0,3 | 8,5 | 2,2 | 4,3 | 30,6 | 87,5 | 3,0 | 46,7 | 49,1 |

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea/Dimac.

O fluxo de capital positivo teve um retrocesso após setembro de 2008. Cintra e Prates (2009) atribuem este movimento ao aumento da aversão ao risco e à necessidade de repatriar divisas por empresas e bancos com problemas de liquidez. Alguns dos importantes mecanismos que atuaram sobre o balanço de

pagamentos no segundo semestre de 2008, colocados por estes autores, foram:

“(…) (i) A retração dos investimentos de portfólio num contexto de crescente aversão ao risco; (ii) diminuição, e após a falência do Lehman Brother, a virtual interrupção dos créditos externos, inclusive aqueles direcionados ao comércio exterior; (iii) a queda da demanda interna nestes países e dos preços das commodities; (iv) o aumento das remessas de lucro pelas filiais transnacionais e dos bancos estrangeiros (…) (Cintra e Prates (2009): p. 13)

A redução abrupta dos fluxos de capital, contudo, foi transitória. O fato de o Brasil ter sido alçado à categoria de “investment grade” ao longo de 2008-2009 pela maioria das agências internacionais de avaliação de risco facilitou que o fluxo de capitais destinado ao país voltasse a crescer, já em 2009.

Pode-se concluir que a mudança da percepção do risco-país, adicionada à recuperação dos preços das commodities, ajudou a transição em direção à retomada do crescimento, pois contribuiu para a redução da inflação, ao estimular a apreciação do real, e deixou o país, ao menos temporariamente, em uma situação mais confortável.

5.2.2. Câmbio

Ainda que o objeto desta tese não seja a política cambial, é relevante fazer alusão ao papel do câmbio no regime de metas de inflação no Brasil. O câmbio flutuante e a apreciação do real estão intrinsecamente relacionados e decorrem

do próprio modelo: eles são necessidade e consequência do regime de metas de inflação.

Até o agravamento da crise do subprime (em setembro de 2008), Farhi e Prates (2009) colocam que:

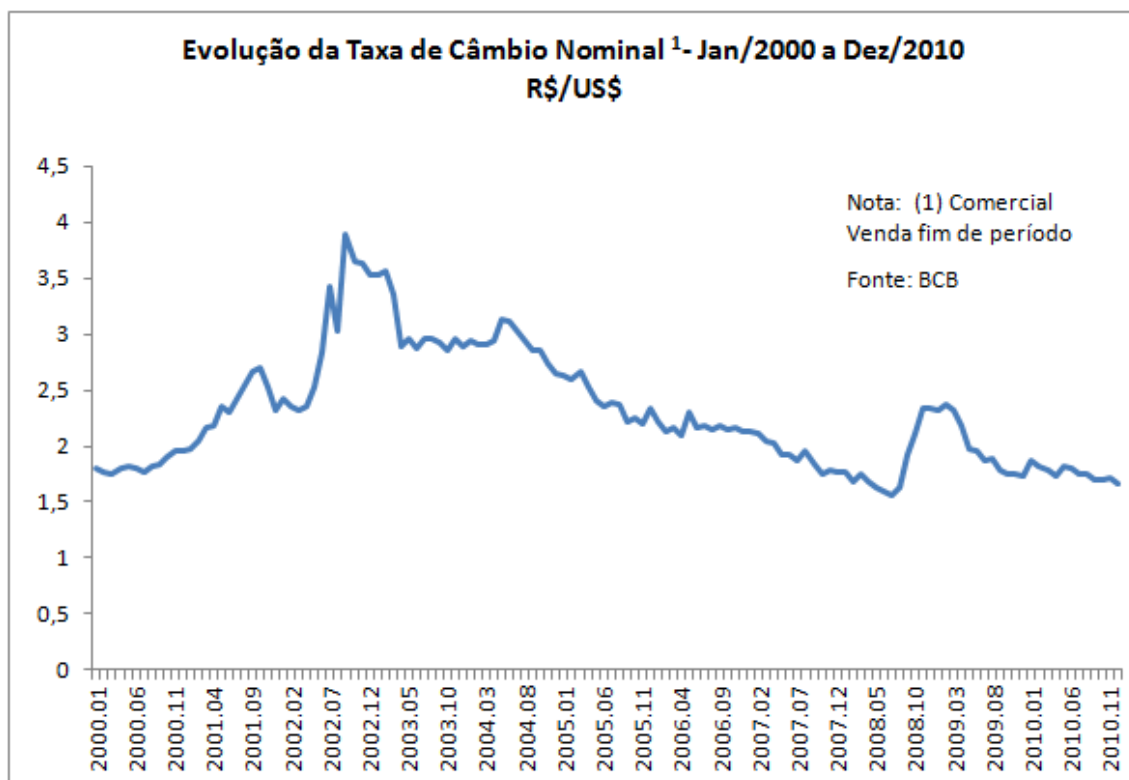
(...) na fase de farta liquidez internacional, a taxa básica de juros da economia brasileira passou a ser uma variável determinante na formação da taxa de câmbio (...)" (Farhi e Prates (2009): p.3)

Assim, o fluxo de capital positivo, especialmente elevado no segundo mandato do governo Lula, explicado pelas altas taxas de juros praticadas no Brasil, em um contexto de farta liquidez internacional, e pelo saldo positivo da balança comercial, induziu a apreciação cambial (Gráfico 5.2) (Araujo (2009), Serrano 2010)

A apreciação cambial contribuiu expressivamente para a manutenção da inflação na meta. Serrano (2010) chega a concluir que o combate à inflação foi bem sucedido em decorrência dos efeitos da política monetária sobre o câmbio e do câmbio sobre a inflação. Em síntese, a elevação da taxa de juros teve como contrapartida a entrada de capitais especulativos e, conseqüentemente, a valorização da taxa de câmbio nominal. A crescente importância das importações na matriz insumo-produto levou que a apreciação do real perante o dólar fosse um instrumento para evitar a alta de preços e permitiu manter a inflação na meta.

Por outro lado, os efeitos da apreciação do câmbio sobre as exportações de básicos e semimanufaturados foram atenuados pela elevação da demanda e dos preços no mercado internacional, que suavizou o impacto da apreciação cambial sobre estes setores (vide Tabela 5.3 e Castilho (2011)), e permitiu a manutenção do saldo comercial da balança comercial.

Gráfico 5.2



A apreciação do real incitou o governo federal a realizar uma política de esterilização, materializada em um estoque de reservas da ordem de US\$ 200 bilhões de dólares em 2008. (Tabela 5.8) Ainda que o dólar tenha se apreciado expressivamente ao longo do governo Lula, a política de acúmulo de reservas

evitou uma apreciação ainda maior.⁷⁴ Kohlscheen (2012), motivado pela controvérsia acerca dos efeitos das intervenções no mercado de câmbio sobre a taxa de câmbio, concluiu que:

“This study presents indirect evidence of the effectiveness of sterilized interventions in Brazil (...) over a time span of 10 years (2002-2011). We find that the effect of USD sales by end-users on the BRL/USD was much stronger on days in which the BCB did not intervene in the spot foreign exchange market. The regressions suggest that a 1% appreciation of the Real would have required the sale of 2.0 bn USD by final customers on days in which the Central Bank refrained from intervening.” (Kohlscheen, E. (2012): p. 3)

Tabela 5.8

Indicadores de Endividamento e Solvência - 2002 a 2010

Em US\$ milhões

| Ano | Dívida externa bruta ^a | Reservas internacionais ^b | Dívida externa líquida | Dívida externa líquida / Exportações de bens (%) | Rendas ^c / Exportações de bens (%) |
|------|-----------------------------------|--------------------------------------|------------------------|--|---|
| 2002 | 210.711 | 37.823 | 172.888 | 2,86 | 30,1 |
| 2003 | 214.930 | 49.296 | 165.633 | 2,27 | 25,4 |
| 2004 | 201.374 | 52.935 | 148.439 | 1,54 | 21,3 |
| 2005 | 169.450 | 53.799 | 115.651 | 0,98 | 21,9 |
| 2006 | 172.589 | 85.839 | 86.750 | 0,63 | 19,9 |
| 2007 | 193.219 | 180.334 | 12.885 | 0,08 | 18,2 |
| 2008 | 198.340 | 206.806 | -8.466 | -0,04 | 20,5 |
| 2009 | 198.192 | 239.054 | -40.862 | -0,27 | 22,0 |
| 2010 | 255.184 | 288.575 | -33.391 | -0,17 | 19,6 |

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea\Dimac.

Notas: a Exclui dívida de curto prazo antes de 1956 e empréstimos intercompanhias a partir de 1998.

b Liquidez internacional.

c O numerador refere-se ao resultado líquido de juros, lucros e dividendos e outras rendas.

⁷⁴ Segundo a agência Reuters (2007), em 15 de maio de 2007, “O ministro da Fazenda, Guido Mantega, afirmou que o país está tomando medidas para conter a valorização do real frente ao dólar, como a compra de reservas, mas reiterou que o câmbio é flutuante e que as oscilações são, portanto, naturais”.

O acúmulo de reservas, além de reduzir o ritmo de apreciação cambial, criou o que Coutinho (2010) denominou de robustez cambial, o que tende a reduzir a vulnerabilidade externa. Em épocas de maior aversão ao risco, há uma tendência a movimentos de saída de capital, com repercussão sobre a taxa de câmbio (Cintra e Prates (2009)). Ou seja, com o estoque de reservas, o governo dispunha de instrumentos para atenuar eventuais oscilações do preço da moeda doméstica em dólar.

Além disso, Silva Jr (2011) concluiu que a existência das reservas contribuiu para amortecer os custos de ajuste em termos de taxa de crescimento do PIB, ao longo de 2008 e 2010 (ou seja, em plena crise). Assim, segundo Silva Jr (2011):

“Aside from the motivation for holding international reserves, this paper provides empirical evidence for the fact that in the 2008-2010 crisis international reserves worked as self insurance for many economies, since countries with more international reserves had less adjustments costs in terms of GDP. This empirical evidence is in line with the discussion of the benefits of holding reserves as the data show that the strategy of accumulating reserves helped some markets to avoid the worst scenario in the 2008-2010 crisis.” (Silva Jr. A. F. A. (2011): p..26)

Em suma, o acúmulo de reservas, uma política utilizada para refrear a apreciação cambial, teve como consequência uma robustez cambial e reduziu os custos para superar a crise em 2009-2010. Entretanto, houve um custo fiscal (pois a acúmulo de reservas implica a colocação de títulos públicos para esterilizar os efeitos do aumento da base monetária) e, embora o acúmulo de

reservas tenha atenuado o ritmo de apreciação cambial, não conseguiu evitá-la completamente.

A apreciação do real, associada à entrada de dólares em um regime de câmbio flutuante, levou a deterioração qualitativa do resultado da balança comercial, com a perda de espaço de produtos intensivos em tecnologia no âmbito das exportações e com a crescente importância das importações, inclusive com a substituição de produtos produzidos internamente por importados. (Araujo (2009), Serrano (2010), Serrano e Summa (2012)). A apreciação cambial poderia estar reforçando o processo de desindustrialização em curso desde a década de 80-90. (Oreiro e Feijó (2011))

Assim, impulsionando o crescimento e constituindo os requisitos requeridos para a construção da chamada robustez cambial, a conjuntura externa favorável criou as condições necessárias, ainda que não suficientes, para que um novo ciclo de desenvolvimento ocorresse no Brasil. As implicações das políticas fiscal e creditícia sobre o crescimento econômico e sobre a desigualdade de renda contribuíram para robustecer este processo, criando as condições para o chamado ciclo virtuoso, e serão discutidas na seção 5.3.

5.3. O crescimento orientado pela demanda

Pode-se dizer que as políticas macroeconômicas levadas a cabo ao longo do governo Lula contribuíram para o que denominamos de um ciclo virtuoso, com

a melhora da distribuição de renda e o aumento da demanda agregada. Após uma breve apresentação do modelo de crescimento de Kaldor para economias maduras, posteriormente será introduzido o modelo de Oreiro et alli (2010). Este último busca construir um modelo de crescimento para a economia brasileira, de acordo com um enfoque pós keynesiano, fundamentado nas mesmas premissas do modelo básico do Kaldor, ou seja, um modelo orientado pela demanda.

Conforme colocado por Bresser-Pereira (1975):

“O modelo de desenvolvimento econômico de Kaldor permanece fiel à visão keynesiana expressa no modelo original de crescimento de Harrod e ao mesmo tempo representa um passo importante para a compreensão da dinâmica econômica dos países capitalistas avançados.” (Bresser-Pereira (1975): p.51)

Harrod (1939) iniciou os esforços no sentido de construir um modelo de crescimento a longo prazo compatível com a teoria keynesiana. As contribuições de Domar (1946) ao modelo original de Harrod levaram à construção do modelo Harrod-Domar. Somente na década de 1950, Kaldor propôs um modelo alternativo de crescimento orientado pela demanda, com a finalidade de contornar a instabilidade intrínseca observada no modelo de Harrod-Domar. A instabilidade no modelo Harrod-Domar decorre de a propensão a poupar e a relação capital produto, que definem a taxa de crescimento de longo prazo da economia, serem constantes e dadas exogenamente ao modelo (Bresser-Pereira (1975)). A solução encontrada por

Kaldor baseou-se na recuperação na hipótese sugerida por Kalecki, qual seja, que a propensão a poupar dos trabalhadores e dos capitalistas não seria homogênea. Nesta direção, Kaldor supõe que a propensão a poupar dos trabalhadores seria muito menor do que dos capitalistas. Portanto, o grau de desigualdade de renda seria um dos principais determinantes para definir o potencial de crescimento de uma economia. Kaldor trata, em seu modelo mais conhecido, de uma economia madura e não considera a oferta de mão de obra perfeitamente elástica⁷⁵.

A despeito de críticas que eventualmente possam ser realizadas ao modelo de Kaldor, ele introduziu novas questões ao debate e mostrou a importância do grau de desigualdade de renda para definir a capacidade de crescimento de uma economia no longo prazo. Uma série de autores debruçou-se posteriormente sobre a discussão do crescimento orientado pela demanda agregada.⁷⁶ Nesta tese, optou-se por apresentar o modelo elaborado por Oreiro et alii (2010), considerado adequado para discutir os determinantes do crescimento recente da economia brasileira.

O modelo de crescimento puxado pela demanda foi discutido por Oreiro, Nakabashi e Souza (2010). Os autores concluem que a demanda explica 85%

⁷⁵ Há uma teoria alternativa para os países subdesenvolvidos, mas este não é o foco da análise de Kaldor (Bresser-Pereira (1975)).

⁷⁶ Por exemplo, recentemente, Salvadori (2006) editou um livro em que autores contemporâneos abordam o crescimento orientado pela demanda.

da expansão da economia brasileira entre 1990 e 2005 e atribuem o menor ritmo de crescimento nas décadas de 1980 e 1990 à extenuação do padrão de desenvolvimento calcado em elevada desigualdade de renda e consumo de bens de luxo por uma classe de elevado poder aquisitivo. Um novo ciclo de crescimento poderia ser induzido através de estímulos à demanda.

Em termos institucionais, o PPA 2004-2007 previa o crescimento orientado pela demanda. As políticas de distribuição de renda do governo, assim como o crédito, desempenhavam um papel essencial no modelo macroeconômico. Conforme discutido no capítulo desta tese sobre Política Fiscal, a implementação do PPA 2004-2007 deu-se gradualmente.

Concretamente, constatou-se a contribuição do consumo das famílias e das exportações para o crescimento econômico. Este processo, articulado estrategicamente no âmbito do PPA, permitiu que a economia brasileira crescesse e, simultaneamente, convivesse com uma menor desigualdade social. O governo contribuiu para este processo por intermédio da sua ação via política fiscal e creditícia.

Defende-se aqui a hipótese de que as políticas fiscal e creditícia foram fundamentais para viabilizar o crescimento calcado na demanda, a despeito da manutenção do RMI no Governo Lula. Políticas como o aumento do salário mínimo, um importante parâmetro para o mercado do trabalho, estimularam a

demanda e a reestruturação do dispêndio federal, com ênfase na área social, repercutiu diretamente sobre o consumo e investimento privados e, através dos seus efeitos multiplicadores sobre a renda, permitiu a aceleração do crescimento.

5.3.1. Distribuição de renda

O crescimento econômico acelerou-se ao longo do governo Lula, especialmente no segundo mandato. Deste modo, constata-se que o PIB cresceu 37,1%, com uma elevação do produto per capita da ordem de 25,1% (ou seja, um crescimento médio do produto per capita de 1,5% ao ano) no período⁷⁷.

Neri (2011b) mostra que ao longo dos últimos anos a análise da renda per capita mascara a transformação observada na sociedade brasileira. Não obstante a desigualdade ainda ser muito elevada, houve conquistas expressivas com a redução acelerada do índice de gini. Distinguem-se dois diferentes movimentos ao longo do processo de redução da desigualdade.

O primeiro deles implicou a redução da pobreza em termos absolutos e em termos relativos. Ou seja, a parcela considerada abaixo da linha da pobreza reduziu-se como proporção da população brasileira e o número de pobres, em

⁷⁷ Obteve-se este dado no IPEADATA (WWW.ipeadata.gov.br). Utilizou-se como referência para o produto per capita a variável "PIB per capita a valores de 2011".

termos absolutos, também retraiu. Assim, a classe E diminuiu de 49,3 milhões para 26,1 milhões entre 2003 e 2010, enquanto sua participação no total decresce de 28,1% para 13,7%, com uma queda de 47,1% ao longo do governo Lula (Tabela 5.9).

Tabela 5.9.

Distribuição de Renda: população, distribuição percentual e evolução percentual - 2003 a 2010

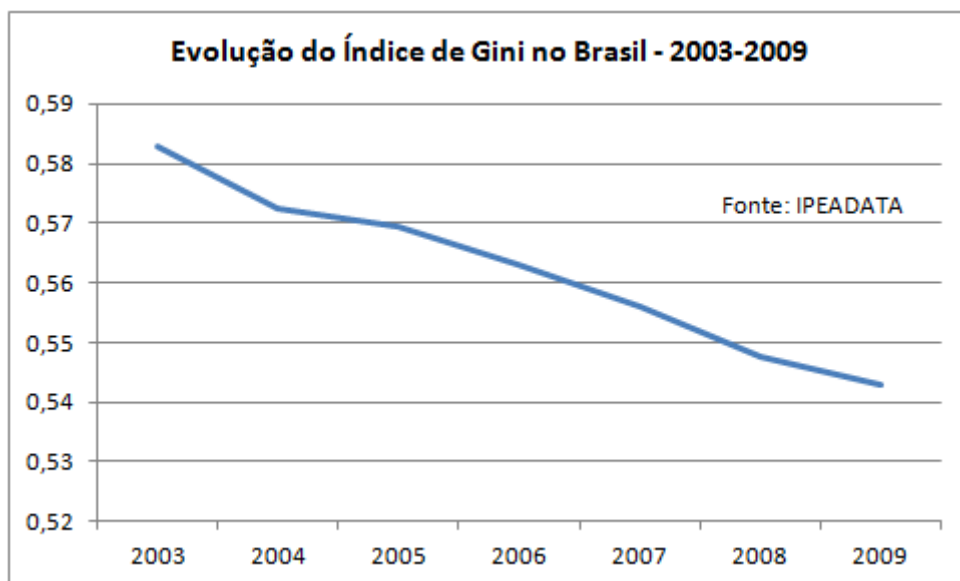
| Discriminação | População em milhões | | Distribuição Percentual | | Evolução % |
|-----------------|----------------------|-------|-------------------------|--------|------------|
| População Total | 175,4 | 190,0 | 100,0% | 100,0% | 8,3% |
| Classe AB | 13,3 | 22,8 | 7,6% | 12,0% | 71,4% |
| Classe C | 65,9 | 101,8 | 37,6% | 53,6% | 54,5% |
| Classe DE | 96,2 | 65,4 | 54,8% | 34,4% | -32,0% |
| Classe D | 46,9 | 39,3 | 26,7% | 20,7% | -16,2% |
| Classe E | 49,3 | 26,1 | 28,1% | 13,7% | -47,1% |

Fonte: Neri (2011) Elaboração Própria

O segundo movimento revela um intenso processo de mobilidade social. As classes ABC cresceram expressivamente, com a inclusão de 45 milhões de novos integrantes entre 2003 e 2010. Ou seja, sua participação cresceu expressivamente, de 45% para 66%. A classe C já representava mais do que 50% da população brasileira, em 2010. Estas mudanças na pirâmide econômica levaram a uma queda expressiva da desigualdade de renda, observada na redução do índice de Gini de 0,58, em 2003, para 0,54, em 2009⁷⁸ (Gráfico 5.3)

⁷⁸ Este é o último dado disponível no IPEA. Neri (2011b) considera que em 2010 houve uma nova queda e o Índice de Gini no Brasil já alcançava 0,53. Como as metodologias são distintas, não se pode generalizar.

Gráfico 5.3.



A transformação estrutural da sociedade brasileira, portanto, não é visível por intermédio apenas da evolução do produto per capita. Tem-se o fenômeno conhecido como falácia da composição. O todo mascara as mudanças ocorridas no seio da sociedade brasileira. E estas transformações serão fundamentais para compreender o crescimento no governo Lula.

Assim, constata-se uma mudança no padrão de crescimento. Oreiro, Nakabashi e Souza (2010) sugerem que o crescimento foi puxado na década de 70 pela demanda das classes AB, processo possível em um regime totalitário. O governo Lula, especialmente no segundo mandato, representou a possibilidade de crescimento orientado pela demanda, impulsionado pelas classes C e D e com a democratização no acesso a bens e serviços.

Conforme discutido anteriormente, a reestruturação do gasto do governo federal, com uma maior participação das transferências para as famílias de baixa renda e o aumento do salário mínimo em termos reais, representou um aumento da renda nas famílias de menor poder aquisitivo e contribuiu para a melhora da distribuição de renda.

IPEA (2011) atribui a distribuição de renda ao crescimento econômico e às políticas sociais do governo. Pode-se argumentar que o crescimento econômico e as políticas sociais do governo se retroalimentaram e criaram as condições necessárias para se estabelecer o que se considera um ciclo virtuoso. Assim, segundo IPEA (2011):

“No período 2004-2009, a desigualdade na distribuição de renda entre os brasileiros, medida pelo coeficiente de Gini, diminuiu 5,6% e a renda média real subiu 28%. Essa evolução na distribuição de renda foi, em grande parte, motivada pelo crescimento econômico e a geração de empregos. Também contribuíram as mudanças demográficas e o lento aumento da escolaridade da população adulta. Mas a grande novidade foi a transformação da política social em protagonista dos processos de mudança, por meio dos aumentos reais do salário mínimo, e da expansão das transferências focalizadas de renda”. (IPEA (2011): p.3)

Nesta mesma direção, segundo Soares et alli (2011):

“(…) A segunda conclusão é que as principais mudanças no perfil da pobreza brasileira no período 2004-2009 decorrem: i) do crescimento econômico com distribuição via inclusão no mercado de trabalho; ii) dos aumentos reais do salário mínimo, que levaram à quase erradicação da pobreza extrema e até da pobreza entre famílias com idosos; e iii) da expansão da cobertura e do valor das transferências focalizadas de renda, que foram, para várias famílias com alguma renda do trabalho, a via de escape da extrema pobreza ou da pobreza.” (Soares et alli (2011): p. 5)

O Programa Bolsa Família desempenhou um papel fundamental na diminuição da desigualdade de renda brasileira, demonstrado nas tabelas 5.10 e 5.11 [Soares et alli (2010)]. Como se observa na Tabela 5.10, o programa foi responsável por uma parcela significativa (16%) da queda da desigualdade.

Tabela 5.10⁷⁹

Decomposicao das Mudancas na Desigualdade por Fonte de Renda - 1999-2009

Em pontos percentuais de Gini X 100

| | 1999-2001 | 2001-2003 | 2003-2005 | 2005-2007 | 2007-2009 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Renda do trabalho | 0,335 | -0,838 | -0,993 | -0,522 | -1,049 |
| Previdência indexada SM | 0,094 | -0,387 | -0,126 | -0,236 | -0,123 |
| Previdência superior ao SM | -0,096 | 0,243 | -0,181 | -0,224 | 0,120 |
| Outras Rendas | -0,072 | -0,095 | 0,092 | -0,228 | -0,131 |
| Renda do PBF | -0,081 | -0,211 | -0,178 | -0,141 | -0,200 |
| △ Gini | 0,180 | -1,288 | -1,386 | -1,350 | -1,384 |

Fonte: Soares et alli (2010) . Extraído da página 40.

Tabela 5.11

Contribuição para a Queda da Desigualdade - 1999-2009

Em Percentual

| | 1999-2001 | 2001-2003 | 2003-2005 | 2005-2007 | 2007-2009 | 1999-2009 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Renda do trabalho | 186% | 65% | 72% | 39% | 76% | 59% |
| Previdência indexada SM | 52% | 30% | 9% | 18% | 9% | 15% |
| Previdência superior ao SM | -53% | -19% | 13% | 17% | -9% | 3% |
| Outras Rendas | -40% | 7% | -7% | 17% | 10% | 8% |
| Renda do PBF | -45% | 16% | 13% | 10% | 14% | 16% |
| △ Gini | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fonte: Soares et alli (2010) . Extraído da página 41.

⁷⁹ A tabela extraída de Soares et alli (2010) não foi integralmente replicada. Para a discussão nesta tese não se era necessário decompor o total em efeito composição e concentração, conforme os autores realizam originalmente.

Observa-se também o papel desempenhado pelo salário mínimo, que contribuiu para a redução da desigualdade tanto por intermédio dos benefícios sociais concedidos no âmbito da previdência, quanto pelos seus efeitos sobre a renda do trabalho. Segundo Foguel e Ulyssea (2006):

“Há quase consenso na literatura de que o SM [salário mínimo] tem o efeito de comprimir a distribuição de salários e, portanto, de reduzir a desigualdade salarial para aqueles que permanecem empregados após uma elevação do mínimo” (grifos dos autores) (Foguel e Ulyssea (2006): p. 4).

Em análise sobre a queda recente da desigualdade no Brasil, Firpo e Reis (2010) enfatizam o papel desempenhado pelo salário mínimo na redução da desigualdade de renda. Segundo os autores:

“No Brasil, a queda na desigualdade salarial entre 2001 e 2005 pode ser explicada em boa medida pelo aumento, no mesmo período, do salário mínimo bem acima do valor da inflação e dos demais salários competitivos. Nossas estimativas revelam que, dependendo da medida de desigualdade utilizada, de 30% a 60% da queda na desigualdade pode ser atribuída ao aumento do mínimo. Tal resultado não chega a ser surpresa quando comparado com o padrão de comportamento da variação na desigualdade e do aumento do salário mínimo ao longo do tempo.” (Firpo e Reis (2010))

Portanto, a política social do governo Lula implicou efeitos diretos e indiretos sobre a distribuição de renda e, em um modelo de crescimento orientado pela demanda, também sobre a trajetória de crescimento da economia.

5.4. À Guisa de Conclusão: o ciclo virtuoso

A visão keynesiana considera, conforme discutido no capítulo 1, que a intervenção do governo na economia por intermédio de políticas macroeconômicas discricionárias se justifica enquanto a economia encontra-se abaixo do pleno emprego de fatores. Neste contexto, o governo poderia implementar políticas que sustentassem ou expandissem a demanda agregada. Entretanto, há restrições ao crescimento orientado pela demanda.

Conforme colocado por Barbosa Filho:

“ (...) Por outro lado, também é preciso ressaltar que a incerteza sobre o valor do produto potencial não significa que as autoridades monetárias vivem em um “campo dos sonhos”, onde, se você acreditar, o crescimento aparece. Existem restrições objetivas ao crescimento de uma economia que não podem ser ignoradas por expectativas otimistas, por exemplo: a oferta máxima de energia, o estoque de reservas internacionais e uma taxa zero de desemprego.” (Barbosa Filho (2009): p. 55)

Entretanto, no caso específico da economia brasileira, Oreiro et alli (2010) concluem que:

“Além disso, com base na metodologia desenvolvida por Ledesma e Thirwall (2002), mostramos que a taxa natural de crescimento da economia brasileira é endógena, aumentando significativamente nos períodos de boom. Dessa forma, não parecem existir restrições do lado da oferta da economia para um crescimento mais acelerado da economia brasileira.” (Oreiro; Nakabashi; Souza (2010):p.601)

Portanto, a taxa natural de crescimento da economia poderia ser considerada endógena no caso brasileiro, sendo o crescimento impulsionado pela demanda. A intervenção do governo na economia, neste caso, seria desejável.

Deste modo, as políticas implementadas pelo governo Lula, que, em última instância, estimularam a demanda, podem ser justificadas teoricamente de acordo com o modelo de crescimento formulado por Oreiro et alli (2010).

Em termos concretos, constatou-se a intervenção do governo, por intermédio de políticas macroeconômicas que estimularam a demanda agregada. Políticas redistributivas e investimentos, em um contexto de forte expansão do crédito, contribuíram para a melhora na distribuição de renda (e, conseqüentemente, queda da desigualdade social) e instauraram as bases para um crescimento da economia sustentado e orientado pela demanda agregada.

O Banco Central, conforme esperado em um modelo de RMI, considerava pressões sobre a demanda agregada como um indício de impulso inflacionário e buscava neutralizá-las por meio de política monetária restritiva. Entretanto, ainda que possa ter atenuado a velocidade de crescimento da economia, não reverteu o processo em curso.

Conclui-se, assim, que a condução da política macroeconômica no governo Lula criou as condições para o crescimento do PIB, orientado pela demanda, e para o estabelecimento das bases de um ciclo virtuoso.

VII. Conclusão

A economia brasileira, no governo Lula, caracterizou-se pela aceleração do crescimento do produto, impulsionado pela demanda agregada. Credita-se a políticas macroeconômicas (analisadas nos capítulos 2, 3 e 4) um papel central neste processo, ou seja, o crescimento no Brasil não decorreu estritamente de forças do mercado ou de uma conjuntura externa favorável.

A coordenação macroeconômica, entre 2003 e 2010, teve como parâmetro o Regime de Metas de Inflação (RMI). Conforme discutido no capítulo 1, a condução da política macroeconômica no RMI, parametrizada pela crença na neutralidade da moeda no longo prazo, tem como principal objetivo resguardar a estabilidade de preços, na medida em que os efeitos da demanda agregada tendem a se dissipar no longo prazo. Nestes modelos, o crescimento da economia deve ser parametrizado pela trajetória estimada do produto potencial. Políticas que estimulem a demanda agregada podem desvirtuar o produto da sua trajetória potencial, mas se consubstanciam em pressões inflacionárias.

Em decorrência da adoção da hipótese de expectativas racionais, o Banco Central constrói sua expectativa de inflação, tendo como parâmetro inclusive os efeitos porvindouros, previstos teoricamente, de políticas macroeconômicas sobre a demanda agregada e sobre os preços. Portanto, independentemente

das implicações de uma política fiscal expansionista ou do aumento do crédito sobre a inflação, a autoridade monetária reagirá antecipadamente, pois considera que o impacto sobre a demanda agregada desvirtuaria o produto da trajetória estimada para o produto potencial, repercutiria negativamente sobre os preços e, portanto, deveria ser neutralizado por intermédio do manejo da variável instrumental (a saber, a taxa de juros).

Diametralmente oposto, o modelo keynesiano, fundamentado sob a hipótese de não neutralidade da moeda, entende que há uma multiplicidade de objetivos a ser contemplada na condução a política macroeconômica, com a finalidade de sustentar da demanda agregada, considerada a força catalisadora do crescimento econômico. Nestes modelos, a dinâmica de curto prazo define o potencial de crescimento de longo prazo, invertendo a lógica presente nos modelos focados na oferta (em que a gestão da economia no curto prazo é pautada pelos limites impostos pelo produto potencial).

Os modelos do RMI e pós-keynesiano desdobram-se em diretrizes antagônicas para a condução da política macroeconômica, na medida em que o papel desempenhado pelas políticas macroeconômicas para alcançar o crescimento no longo prazo divergem inteiramente. Assim, o crescimento orientado pela demanda, sob o ponto de vista do Novo Consenso, pode implicar o descolamento do produto da trajetória estimada do produto potencial e, em um contexto de condução da política monetária sob a égide do RMI, seria uma

contradição em termos. Assim, uma questão central é: como foi possível o crescimento da economia com ênfase na demanda no âmbito do Regime de Metas de Inflação?

A política monetária no governo Lula, conforme discutido no capítulo 2, foi estruturada segundo as premissas do Regime de Metas de Inflação e se caracterizou pela sua natureza restritiva. Ainda que a taxa Selic tenha oscilado ao longo do governo Lula, ela manteve-se elevada, mesmo quando estava em seu patamar mais baixo. Pressões sobre a demanda agregada frequentemente eram identificadas como indícios de tendência inflacionária e fundamentavam a decisão de aumentar a taxa de juros ou atenuar seu ritmo de redução.

Entretanto, argumenta-se que o governo Lula introduziu, ao menos, dois distintos canais de vazamentos na condução da política macroeconômica e, deste modo, subverteu a lógica implícita no RMI.

O primeiro canal está atrelado à execução da política fiscal e o segundo foi impulsionado por mudanças institucionais, especificamente, via crédito. A política fiscal, ainda que, supostamente, tenha sido subordinada à política monetária, efetivamente caracterizou-se por um viés crescentemente keynesiano (notadamente por meio do aumento e da reestruturação do gasto federal). E o crédito surgiu como uma nova variável, com um papel relevante ao amplificar a capacidade, e ratificar, decisões de gasto.

Neste cenário, discute-se se o conjunto das políticas indutoras da demanda agregada foi adotado a partir de um diagnóstico, tendo como referencial um viés keynesiano, ou se medidas aleatórias transformaram a cena nacional. Ou seja, as políticas adotadas no âmbito social e econômico foram orquestradas conjuntamente e arquitetadas no âmbito de uma concepção específica de condução de política macroeconômica ou não? Argumenta-se que sim, porque as diretrizes da política macroeconômica estavam delineadas no Plano Plurianual de 2004-2007 (doravante PPA -2004/2007).

O PPA-2004-2007 desempenhou um papel fundamental ao propor o crescimento via consumo de massa. A sua implementação, entretanto, ocorreu gradualmente. Portanto, não há um único ponto de inflexão, nota-se um processo em direção aos princípios que nortearam o PPA 2004/2007. A existência de posições antagônicas no seio do governo requereu tempo para que o próprio sucesso das medidas fortalecesse politicamente o grupo que as defendia e fosse possível dar continuidade ao processo. Portanto, o PPA 2004/2007 sinalizou alternativas, mas a preponderância do regime de metas de inflação pontuava o processo e dificultava a ênfase na demanda.

Assim, expressivos superávits primários, conforme discutido no capítulo 3, caracterizaram a condução da política fiscal entre 2003 e 2010. Paralelamente, constata-se uma redução da dívida líquida do setor público consolidado. Não obstante o cumprimento das metas fiscais previstas na LDO, a execução da

política fiscal distanciou-se daquela esperada em um regime de metas de inflação e revelou a natureza paradoxal da condução da política macroeconômica do governo Lula, na medida em que o aumento real e a reestruturação do gasto, com o aumento do gasto social e dos investimentos, tenderam a estimular a demanda agregada.

O crescimento da arrecadação federal (e conseqüente aumento da carga tributária) tornou a obtenção de elevados superávits compatível com uma política de gastos de caráter expansionista. Houve aumento real e reestruturação do dispêndio federal, consubstanciados por meio do aumento da participação dos investimentos e do gasto social, seja como proporção da despesa pública, seja em termos de pontos percentuais do PIB.

As políticas sociais do governo Lula (com ênfase em programas com caráter redistributivo), assim como a concessão de reajustes reais ao salário mínimo, foram bem sucedidas na redução da pobreza e originaram movimentos de mobilidade social ao longo do período (Soares et alli (2010)). A elevação da renda da população de menor poder aquisitivo levou a um aumento das classes A, B e C, enquanto houve uma redução expressiva das classes D e E entre 2003 e 2010.

Por outro lado, o Programa de Aceleração do Crescimento– PAC, calcado na expansão dos investimentos públicos e privados e alçado a principal programa

de governo, em 2007, sugere uma nova perspectiva quanto ao papel desempenhado pelo investimento federal. Ainda que sejam desconhecidos os impactos do PAC sobre a economia, a sua implementação coincidiu com a aceleração do ritmo de crescimento e introduziu um viés keynesiano na administração federal.

A reestruturação do gasto, com ênfase em políticas de redistribuição de renda e destinadas à formação bruta de capital fixo, seria recomendada pela teoria keynesiana, conforme discutido no capítulo 1. Ambas estimulam a demanda agregada, seja pelo seu impacto sobre a renda de uma parcela da população com elevada propensão a consumir, seja pela indução do investimento privado.

Paralelamente à política de gastos de caráter expansionista, houve um crescimento expressivo do crédito, talvez o maior fenômeno do governo Lula e tema do capítulo 4. Mudanças na legislação, especificamente a Lei de Falências, a introdução da possibilidade de consignar a folha de pagamentos e alterações nas regras de alienação fiduciária, contribuem para explicar a expansão do crédito, na medida em que se considera a preponderância de comportamentos defensivos em ambientes caracterizados por elevado grau de incerteza. Estas mudanças institucionais e inovações levaram a que o volume de crédito se expandisse.

O aumento do crédito deu-se, inicialmente, por meio de recursos livres e foi capitaneada pela iniciativa privada. Portanto, o crédito amplificou a demanda potencial, turbinando os aumentos induzidos pelo salário mínimo e pelas transferências de renda (no âmbito da pessoa física), e financiou a formação de capital, assim como o capital de giro das empresas.

A expansão acelerada do crédito atenuou os efeitos esperados pelos mecanismos de transmissão de uma política monetária contracionista, pois, ao longo do período em questão, observaram-se o aumento dos prazos e a redução dos juros incidentes sobre importantes modalidades de crédito, o que sugere, em certa medida, o descolamento de taxas de juros nestas modalidades em relação à taxa referencial Selic. Portanto, a elevação da taxa Selic não implicou necessariamente uma contração da liquidez, na medida em que não implicou uma retração na oferta de recursos. Ao permitir sancionar decisões de gasto, que, de outro modo, não poderiam se concretizar e contrariavam a orientação da política monetária restritiva, o crédito atenuou os efeitos da política monetária sobre a economia.

Argumenta-se que as políticas governamentais, em um contexto internacional favorável, impulsionaram a demanda. Admitindo-se a hipótese de propensão marginal a consumir diferenciada por classe social de Kaldor como verdadeira

(vide Kaldor (1956) e Kaldor (1957))⁸⁰, considera-se que a queda na desigualdade, materializada no aumento da renda da população de baixo poder aquisitivo e com elevada propensão a consumir, contribuiu para o crescimento econômico, estabelecendo as bases para um ciclo virtuoso em que crescimento econômico e redução da desigualdade se retroalimentam. Assim, a política fiscal expansionista, com ênfase nas transferências de renda e no investimento público; a expansão das exportações e o aumento dos investimentos públicos e privados (especialmente a partir de 2007), em um contexto de expansão do crédito, criaram o ambiente macroeconômico propício ao crescimento até 2008.

A política monetária, principal instrumento do regime de metas de inflação, atenuou, mas não neutralizou o efeito positivo sobre o crescimento oriundo da mudança na composição dos gastos públicos e da expansão do crédito entre 2003 e 2009. Ainda assim, observam-se movimentos de “stop and go”, conforme explicitados por Fraga (2010), que traduzem, em última instância, a ambivalência do governo Lula na condução da política macroeconômica.

O agravamento da crise do subprime, em 2008, levou a um quadro recessivo em 2008-2009. Este cenário ampliou o espaço para a adoção de medidas estruturais, de natureza keynesiana, articuladas no âmbito de políticas fiscal e

⁸⁰ A ascensão social no governo Lula foi expressiva e caracterizou-se pela ampliação das classes A, B e C. A renda que permite a classificação como classe C e B ainda as caracteriza como uma população vulnerável. Ou seja, estas classes não podem ser consideradas elite e distinguem-se pela elevada propensão marginal a consumir.

monetária, em 2009. Neste contexto, os bancos públicos, em especial, o BNDES, o BB e a CEF, atuaram articuladamente para sustentar a oferta de crédito e evitar o agravamento da crise. Fundamental após 2008, a coordenação das ações privadas pelo BNDES forneceu o fluxo de caixa para que as empresas realizassem os desembolsos requeridos pelos compromissos assumidos. Ou seja, evitou-se que um problema de liquidez (que não deve ser confundido com solvência) eventualmente levasse a falência empresas viáveis economicamente e repercutisse mais intensamente sobre o sistema financeiro, pois, conforme arrolado por Minsky (1982) em sua hipótese da fragilidade financeira, a recessão, e a conseqüente tendência à contração da liquidez na economia, pode levar a um descasamento entre o retorno dos ativos e a necessidade de gerar liquidez para fazer face aos pagamentos implícitos no financiamento da atividade produtiva.

A estratégia do governo brasileiro revelou-se bem sucedida na medida em que, já em 2010, a economia apresentava taxas de crescimento positivas e substanciais. Indicadores como a taxa de desemprego, produção industrial e formação bruta de capital fixo sugerem que em meados de 2010 não havia mais um quadro recessivo e muito menos depressivo. A retomada do crescimento, em 2010, foi resultado de uma articulação de políticas concebida para lidar com a crise, formulada em consonância com a teoria keynesiana. Estas políticas, contudo, se originam em ações que antecedem a crise. A

resposta bem-sucedida à crise sedimentou-se em um conjunto de decisões tomadas ao longo do governo Lula, que criaram os espaços de manobra desfrutados pelos gestores de política macroeconômica entre 2008 e 2010.

Assim, o crescimento econômico, orientado pela demanda no âmbito do regime de metas de inflação (o que foi denominado por Saad e Morais (2012) de “modelo híbrido”), caracterizou o governo Lula. Entretanto, o fato de se manter no regime de metas de inflação não foi neutro. A tentativa de amalgamar dois modelos completamente díspares agravou os problemas inerentes ao modelo de metas de inflação. Ainda que o governo Lula tenha sido bem sucedido, na medida em que a política macroeconômica fomentou o crescimento e, especialmente, contribuiu para a redução da desigualdade, instaurando as bases de um ciclo virtuoso, argumenta-se que esta tentativa não resultou em um novo modelo, mas pode ser caracterizada como um arranjo macroeconômico. Assim, ainda que circunstancial, um arranjo pode perdurar por muito tempo, mas tende a implodir, pois é desprovido de consistência interna. Mesmo tendo sido muito bem sucedido no curto prazo, este arranjo pode não se sustentar no longo prazo, se as contradições, intrínsecas a ele, se exacerbarem.

Pode-se dizer que este arranjo foi possível pela conjuntura externa extremamente favorável. A abundância de liquidez externa, em um contexto de melhora dos termos de trocas e combinada a uma política monetária restritiva,

estimulou a entrada de dólares e levou a apreciação do câmbio. A apreciação do real perante o dólar contribuiu para manter a estabilidade de preços.

Identificam-se pelo menos três limites intrínsecos ao arranjo construído ao longo do governo Lula. O primeiro, de natureza endógena, está relacionado ao crédito. Há um limite para o endividamento das famílias e este, quando atingido, pode refrear as fontes de dinamismo que permitiram o crescimento econômico. O segundo limite deve-se a capacidade de se obter ganhos de produtividade para se assegurar a sustentabilidade do processo de crescimento (conforme discussão de Gentil e Araujo (2012)). Atribui-se o terceiro limite ao câmbio e suas implicações sobre a economia.

A apreciação cambial, elemento importante do modelo de metas de inflação no Brasil, tende a levar a uma deterioração do resultado do balanço de pagamentos, com a perda de espaço de produtos intensivos em tecnologia no âmbito das exportações em prol das commodities e com a crescente importância das importações. Ou seja, a apreciação do real sugere mudanças estruturais na matriz insumo-produto, com o aumento do componente importado, e implicações sobre a indústria nacional. Há um receio de um processo de desindustrialização estar em curso no Brasil. Se houver uma substituição dos bens de consumo domésticos por bens de consumos importados, o crescimento econômico pode acirrar as contradições do arranjo macroeconômico erigido ao longo do governo Lula.

Ainda que eventualmente a condução da política macroeconômica se defronte com dilemas e questões a serem suplantadas, a articulação entre políticas, identificadas com modelos tão dispares, foi bem-sucedida, pois implicou a retomada do crescimento econômico em um contexto de melhora na distribuição de renda. Não há como saber quais seriam os resultados se fosse adotado um modelo ou outro. Pode-se afirmar, contudo, que a demanda agregada desempenhou um papel fundamental como indutora do crescimento econômico e a condução da política macroeconômica contribuiu para instituir um ciclo virtuoso.

Bibliografia

Amado, A. M. (1992). O Real e o Monetário em Economia: traços ortodoxos e heterodoxos do pensamento econômico in Silva, M. L. F. (Org.) (1992) Moeda e Produção: teorias comparadas. Editora da UnB, Brasília

Arestis, P. Sawyer, M. (2002) The Bank of England Macroeconomic Model: its nature and implications Obtido em <http://www.cfeps.org/events/pk2004/confpapers/arestissawyer.pdf>. Publicado também em Journal of Post Keynesian Summer 2002 vol 24 n.4

Arestis, P. Sawyer, M. (2003). The Case for Fiscal Policy . The Levy Economics Institute of Bard College . Working Paper 382. Maio de 2003

Arestis, P. Sawyer, M. (2008) . New consensus in Macroeconomics and Inflation Targeting: Keynesian Critique. Economia e Sociedade, V. 17, número especial

Arestis, P. Sawyer, M. (2008b) A Critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework. Cambridge Journal of Economics V.32. Fevereiro 2008

Arida, P. (2003) A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica in Rego, J. M., Gala, P. (org) (2003) História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. Editora 34

Barro, R. (1974) 'Are government bonds net wealth?', Journal of Political Economy, November

Busato, M. I; Moreira, R. R.; Cavalcanti, A. (2009) A Dinâmica Inflacionária no New Consensus Economics: uma Análise Crítica. Análise Econômica, Porto Alegre, ano 27, n. 52, p. 97-117, set. 2009

Carvalho, F. C. (1992) Mr Keynes and the Post Keynesians. Edward Elgar Publishing Ltd., 1992b

_____ (1997) Economic Policy for Monetaries Economies Revista de Economia Política, vol. 17, nº 4 (68), outubro-novembro/1997

_____ (2005a) Investimento, poupança e financiamento: financiando o crescimento com inclusão social. Mimeo Obtido em 27/07/2012 no endereço eletrônico

http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf

_____ (2005b) Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil Revista de Economia Política, vol. 25, nº 4 (100), pp. 323-336 outubro-dezembro/2005

_____ (2012) On the nature and role of financial systems in Keynes's economics. Artigo apresentado em seminário da UFRJ, em 21 de agosto de 2012.

http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/pesquisa/textos_sem_peq/texto2108.pdf.

Obtido em 10/10/2012.

Clarida, R. Galí, J., Gertler, M. (1999) The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective in Journal of Economic Literature Vol. XXXVII (December 1999), pp. 1661–1707

Davidson, P. (1978) Money and the Real World, 2nd. edition, London: MacMillan, 1978.

_____ (2006) The Post Keynesian School in Snowdon, B e Vane, H (2006) Modern Macroeconomics Edward Elgar Publishing. Northampton. Massachusetts. USA

Friedman (1968) The Role of Monetary Policy in American Economic Review, vol. 58, no. 1, 1–17

Froyen, R. T. (2001). Macroeconomia. São Paulo: Saraiva.

Hermann, J. (2011) Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. Revista

de Economia Política, vol. 31, no 3 (123), p. 397-414 ,Rio de Janeiro: 1993, p. 101-138 .

Jevons, W. S. (1871) Theory of Political Economy

Keynes J. M. (1930) A Treatise on Money

Keynes, J. M. (1936) A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.

Kregel, J. (1991). "Budget Déficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes's Pos-War Policy Proposals", in F. Vicarelli, Keynes's Relevance Today. London: MacMillan, Cap. 3, pp. 28-50.

Kydland, F.E. and Prescott, E.C. (1977), 'Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans', Journal of Political Economy, June.

Lima, E.J. A., Araujo, F., Silva, J.R.C. (2011) Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil in Dez anos de metas para a inflação no Brasil 1999-2009. Banco Central do Brasil: Brasília, 2011.

Lucas, R. E. Expectations and the Neutrality of Money. Journal of Economic Theory 4, 103-124 (1972)

Minsky, H. P. (1982). "The financial fragility hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to 'Standard' Theory", in H. P. Minsky, Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance. New York: M. E. Sharpe, Inc, pp. 59-70.

_____ (1993) On the Non-neutrality of Money . Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review; Spring 1993; 18, 1;

Mishkin, Frederic S. (2000) What should Central Banks do? Mimeo (<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00HOMER.pdf>).

Publicado também pelo Federal Reserve Bank of St. Louis

Montes, G. C.; Feijó, C. A. (2007) Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, n. 2 (30), p. 151-170, ago. 2007

Oreiro, J. L., Nakabashi, L., Lemos, B. P. (2007) A economia do crescimento puxado pela demanda agregada: teoria e aplicações ao caso brasileiro. Texto para discussão de Economia e Tecnologia da UFPR no 1/2007.

Pisa, E. e Dias, J. (2006) Novo Consenso Macroeconômico e Política Monetária: uma avaliação empírica. Encontro Nacional da Anpec 2006.

Philips, W (1958) The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica* v.25 n.100

Rodrigues, J. J. (1999) Elasticidade PIB de Longo Prazo da Receita Tributária no Brasil: abordagem do índice de divisia. Dissertação de mestrado. UnB, 1999.

Romer, D. (2000) "Keynesian Macroeconomics without LM curve" *Journal of Economics Perspective* Volume 14, Number 2. Pp 149-169

Snowdon e Vane (2005) *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development And Current State*. Edward Elgar Publishing

Stiglitz, J. (2000) *Economics of Public Sector*. 3RD edition Norton

Studart, R. (1993) O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, 13(1), Rio de Janeiro: 1993, p. 101-138 .

Araujo, V. L. e Gentil, D. L. (2011) *Avanços, Recuos, Acertos e Erros: Uma Análise da Resposta da Política Econômica Brasileira À Crise Financeira Internacional*. Brasília: IPEA, março 2011 (Texto para Discussão, n. 1.602).

Arbix e Palloci (2002) Carta aos brasileiros. Internet

Barbosa Filho, N. H. (2005) Estimating potential output: a survey of the alternative methods and their applications to Brazil. Brasília: IPEA, maio 2005 (Texto para Discussão, n. 1.092).

Barbosa Filho, N. H. (2009) Estimando e Revisando o Produto Potencial do Brasil: Uma Análise do Filtro Hodrick-Prescott com Função de Produção In Gentil, D. Messemberg, R. (org) Crescimento econômico: produto potencial e investimento. Brasília: IPEA. 2009

Barbosa Filho, N. e Souza, J.A.P (2010) A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda

BCB (1999) **Relatório de Inflação** Junho de 1999

BCB (2000) **Relatório de Inflação** Março de 2000

BCB (2003) Carta do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda. Acesso em 13/04/2012(<http://www.bcb.gov.br/pec/appron/Pron/Port/200301PRP-carta%20Aberta%20ao%20Ministro%20da%20Fazenda-Henrique%20de%20Campos%20Meirelles.pdf>)

Bernanke, B. S., Gertler, M. (1995) Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. Journal of Economic Perspectives, v. 9, n. 4, Fall 1995.

Bevilacqua, A.; Mesquita, M. and Minella, A. (2008) Brazil: taming inflation expectations in Transmission Mechanism Monetary Policy in Emerging Market Economies. BIS paper 35, January 2008.

Braga, J. M. (2010) O atual regime de política econômica favorece o desenvolvimento? Texto para Discussão IPEA/CEPAL no 16 IPEA- CEPAL: Brasília, 2010

Catão, L. Laxton, D. e Pagan, A. (2008) Monetary Transmission in an Emerging Targeter: The Case of Brazil IMF Working Paper WP/08/191

Clarida, R. Galí, J., Gertler, M. (1999) The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective in Journal of Economic Literature Vol. XXXVII (December 1999), pp. 1661–1707

Fraga Neto, A. (2011) Dez anos de Metas para a Inflação in Dez Anos de Metas de Inflação no Brasil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011

Franco, G. (1996) A inserção externa e o desenvolvimento. Mimeo publicado em <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/insercao.pdf>. Acesso em 09/04/2012.

Mendonça, H. (2001) Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. Economia e Sociedade, Campinas, (16): 65-81, jun. 2001. Campinas, 2001

Minella, A. e Souza-Sobrinho, N.F. (2009), **Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model** BCB Working Paper 181. Brasília: Banco Central do Brasil. Abril, 2009

Minella, A.; Freitas, P.S; Goldfajn, I; Muinhos, M. K. (2003) Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. BCB Working Paper 77. Brasília: Banco Central do Brasil.

Miranda, J. C. (1993) **Relações entre Política Macroeconômica e Política Industrial: as dimensões fiscal, cambial e monetária** Nota técnica temática do Bloco “Condicionantes Macroeconômicos da Competitividade” in projeto Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira

Mohanty, M S and Turner, P. (2008) Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new in Transmission Mechanism Monetary Policy in Emerging Market Economies. BIS paper 35, January 2008

Montes. G. C (2008). Reputação e transparência da autoridade monetária e o comportamento da firma bancária. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 219-246, maio/ago. 2008

Morais, L. e Saad-Filho, A. (2011) Da economia política à política econômica: o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula Revista de Economia Política, vol. 31, nº 4 (124), pp. 507-527, outubro-dezembro/2011

Pereira, T. R. e Carvalho, A. (2000) Desvalorização Cambial e seu Impacto Sobre os Custos e Preços Industriais no Brasil - uma Análise dos Efeitos de Encadeamento nos Setores Produtivos. Texto para Discussão IPEA nº 711 IPEA: Brasília, março de 2000

Romer, D. (2000) "Keynesian Macroeconomics without LM curve" Journal of Economics Perspective Volume 14, Number 2. Pp 149-169

Rose, A.K. (2006) A Stable International Monetary System Emerges: Inflation targeting is Bretton Woods, reversed. NBER Working Paper 12711. Massachusetts: Cambridge, 2006

Tombini, A (2011) Apresentação in Dez Anos de Metas de Inflação no Brasil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011

Afonso, J. R. R. (2012) Fiscalidade, Crédito e Crise no Brasil: diagnóstico e proposições. Estudos Fundap 4. Janeiro de 2012

Almeida, J. S. G. 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: 01/03/2012.

Araujo, A. e Funchal, B. (2009) A Nova Lei de Falências Brasileira: primeiros impactos. Revista de Economia Política 29 (3), 2009

Assunção, J. J.; Silva, F. S. S.; Benmelech, E. (2012) Repossession and the Democratization of Credit **NBER Working Paper No. 17.858 . February 2012**

Banco Central do Brasil – Séries Temporais e Nota para a Imprensa

Banco do Brasil (2009) Análise de Desempenho 4º Trimestre 2008

Banco do Brasil (2010) Análise de Desempenho 4º Trimestre 2009

- Banco do Brasil (2012) Análise de Desempenho 4º Trimestre 2011
- BCB (2010) Manual do Crédito Rural 2010
- BCB (2010) Relatório de Economia Bancária e Crédito 2009
- BCB (2011) Relatório de Economia Bancária e Crédito 2010
- BCB (2012) Nota para a Imprensa sobre Política Monetária e Sistema Financeiro. Quadro 29. Brasília, Bacen, julho de 2012
- Cagnin, R. F. (2012) A Evolução do Financiamento Habitacional no Brasil entre 2005 e 2011 e o Desempenho dos Novos Instrumentos Financeiros. Boletim de Economia da Fundap n. 11. Janeiro de 2012
- Caixa Econômica Federal (2009) Demonstrativo das Contas - 2008
- Caixa Econômica Federal (2010) Demonstrativo das Contas - 2009
- Cardim, F. A. (2005) Investimento, Poupança e Financiamento: financiando o crescimento com inclusão social. Texto para Discussão. IE/UFRJ. Acesso em 26-04-2012
(http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf)
- Chalhub, M.N. (2007) Considerações sobre a alienação fiduciária e a Lei 10.931/04 em Cosultor Jurídico. Obtido em 29/08/2012 em http://www.conjur.com.br/2007-out-01/alienacao_fiduciaria_lei_1093104
- Coutinho, L. (2011) Entrevista. Cadernos do Desenvolvimento, vol.6, nº9. Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado, jul.-dez.2011. Disponível em: <http://bit.ly/w524fi> . Acesso em: 01/03/2012.
- Farhi, M. e Borghi, R. A. (2009) Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes in Estudos Avançados V. 23 N.66. São Paulo
- IPEA (2008) Carta de Conjuntura do IPEA nº 5. IPEA, dez. 08

Lundberg, W. L. (2011) Bancos Oficiais e Crédito Direcionado: o que diferencia o mercado brasileiro?. Texto para Discussão 258. BCB. Brasília, DF, Novembro 2011

Mesquita, M e Toros (2010) Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008 Working Paper 202 BCB. Brasília, DF, Março 2010

Ministério do Planejamento – Plano Plurianual 2004-2007

Pereira, T.; Simões, A.; e Carvalhal, André. (2011) 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. Acesso em 16 abril de 2012.

Prates, D. M. e Biancareli, A. M. Panorama do Ciclo de Crédito Recente: condicionantes e características gerais. Relatório produzido para o Projeto de Estudos sobre as Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos. Campinas, setembro de 2009. Obtido em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/SubprojetoII.2_PIF.pdf, em 29/08/2012

Sant'Anna, A. A. (2008). **Crédito do BNDES avança 6% a.a., mas mercado cresce mais rápido.** Visão do Desenvolvimento n.46. BNDES. Maio de 2008.

Sant'Anna, A. A.; Borça Junior, G. R; Araujo, P. Q. (2009) Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008) . Revista do BNDES V. 16, N. 31, P. 41-60, jun. 2009

Torres Filho, E. T. (2008) Entendendo a A crise do *Subprime*. Visão do Desenvolvimento n.44. BNDES. Janeiro de 2008.

Torres Filho, E. T. e Borça Junior, G. R. (2008) A crise do *Subprime* ainda não acabou. Visão do Desenvolvimento n.50. BNDES. Julho de 2008.

Torres Filho, E. T., Borça Junior, G. R. e Nascimento, M. M. (2008) **Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil.** Visão do desenvolvimento n.51. BNDES. Agosto de 2008.

Araujo, E. C (2009) Política Cambial e Crescimento Econômico: Teorias e Evidências para os Países em Desenvolvimento e Emergentes. 2009.. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, Rio de Janeiro (RJ). Capítulo 3

Barbosa Filho, N. H. (2009) Estimando e Revisando o Produto Potencial do Brasil: Uma Análise do Filtro Hodrick-Prescott com Função de Produção In Gentil, D. Messemberg, R. (org) Crescimento econômico: produto potencial e investimento. Brasília: IPEA. 2009

Barbosa Filho, N. e Souza, J.A.P (2010) A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. Mimeo

Bresser-Pereira, L.C. (1975) O Modelo de Desenvolvimento de Kaldor. Revista Brasileira de Economia, 29(2)

Bresser-Pereira, L.C; Marconi, N. (2009). “Doença Holandesa e Desindustrialização”. Valor Econômico, 25 de novembro de 2009. Publicado pela Associação Keynesiana Brasileira.

Castilho, M. (2011) Impactos da Crise Econômica Internacional sobre o Comércio Exterior Brasileiro in Crise financeira global : mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil / Acioly, L. e Leão, R, P. F. Brasília: IPEA, 2011.

Firpo, S e Reis, M.C. (2010) O Salário Mínimo e a Queda Recente da Desigualdade no Brasil in Barros, R. P., Foguel, M. e Ulysea, G. org. “Desigualdade de Renda no Brasil: uma análise da queda recente” IPEA: Brasília, 2010.

Foguel, M. e Ulysea, G. (2006) Efeitos do Salário Mínimo sobre o Mercado de Trabalho Brasileiro. Texto para Discussão do IPEA n. 1168.

IPEA (2011) Mudanças Recentes na Pobreza Brasileira. Comunicado do IPEA n. 111. Setembro 2011

Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, of Money and of Interest.

Keynes, J. M. (1937). The General Theory of Employment. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 51, No. 2 (Feb., 1937), pp. 209-223

Kohlscheen, E. (2012) Order Flow and the Real: Indirect Evidence of the Effectiveness of Sterilized Interventions . Banco Central do Brasil. Working Paper n. 273. Abril 2012

Minella, A.; Freitas, P. S. , Goldfajn, I. e Muinhos, M. K. (2003) Inflation Targeting in Brazil Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 77. Julho de 2003

Modenesi, A. M e Ferrari Filho, F. (2011) Choque de oferta, indexação e política monetária: breves considerações sobre a aceleração inflacionária recente. Economia & Tecnologia - Ano 07, Vol. 26 - Julho/Setembro de 2011

Morais, L. e Saad-Filho, A. (2011) Da economia política à política econômica: o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula Revista de Economia Política, vol. 31, nº 4 (124), pp. 507-527, outubro-dezembro/2011

Neri, M. (org) (2011a) A Desigualdade de Renda na Década Rio de Janeiro: FGV/CPS. Maio de 2011.

_____ (2011b) Os Emergentes dos Emergentes: reflexões globais e ações locais para a nova classe média brasileira. Rio de Janeiro: FGV/CPS. Junho de 2011

Oreiro, J. L. e Feijó, C. A. (2010) Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. Revista de Economia Política, vol. 30, nº 2 (118), pp. 219-232, abril-junho/2010

Oreiro, J. L.; Nakabashi, L.; Souza, G. J. G. (2010) A economia brasileira puxada pela demanda agregada. Revista de Economia Política, vol. 30, nº 4 (120), pp. 581-603, outubro-dezembro/2010

Reuters (2007) Mantega descarta "aventura" para conter dólar Publicado em 15/05/2007 em <http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/reuters/2007/05/15/ult29u55424.jhtm>

Salvadori, N. (2006) Economic Growth and Distribution: on the nature and causes of the wealth of nations. Edward Elgar Publishing.

Serrano, F. (2010). "Taxa de juros, taxa de câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil." Revista de Economia Política, v. 30, n. 1.

Silva Jr. A. F. A. (2011) The Self-insurance Role of International Reserves and the 2008-2010 Crisis. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 256. Novembro 2011

Soares, S. Souza, P. H. G. F.; Osório, R. G.; Silveira, F. G. (2010) Os Impactos do Benefício do Programa Bolsa Família sobre a Desigualdade e a Pobreza in Castro, J.A. e Modesto, L. (org) Bolsa Família 2003-2010: avanços e desafios. IPEA, 2010

Soares, S. Souza, P. H. G. F.; Osório, R. G; Oliveira, L.F.B (2011) Perfil da Pobreza no Brasil e sua Evolução no Período 2004 – 2009 Texto para Discussão – IPEA 1647. Agosto 2011

Alves, L. F. e Silva, A. C. (2009) Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal in Dívida Pública: a experiência brasileira. STN, 2009 (http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/livro_divida.asp)

Bacha, Edmar (1994). "O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro". Revista de Economia Política, v. 14, n. 1.

Batista, P. N. (1994) O consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos. USP, São Paulo. Mimeo. Obtido em 01/04/2012

BCB (2009) Relatório de Inflação. Março de 2009

BCB (2012) Manual de Estatísticas Fiscais publicadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil

Bresser-Pereira, L.C. (2000) A reforma gerencial do Estado de 1995. Apresentado no seminário Moderna Gestão Pública, patrocinado pelo Instituto Nacional de Administração Pública (INA) e realizado em Lisboa, Portugal, em mar. 2000.

Chaves, J.V. e Ribeiro, J.A. (2010) Gasto Social Federal: uma análise da execução orçamentária 2009. Brasil em Desenvolvimento 2010. IPEA, Brasília, 2010

Clarida, R. Galí, J., Gertler, M. (1999) The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective in Journal of Economic Literature Vol. XXXVII (December 1999), pp. 1661–1707

Giambiagi, F. e Mora, M. (2007) **Federalismo e endividamento subnacional: uma discussão sobre a sustentabilidade da dívida estadual.** Rev. Econ. Polit. vol.27 no.3 São Paulo July/Sept. 2007

Gobetti, S. W. (2007) Estimativa dos investimentos públicos: um novo modelo de análise da execução orçamentária aplicado às contas nacionais. In: SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). Finanças Públicas. XI Prêmio Tesouro Nacional de Monografias em 2006. Brasília: Editora da Universidade de Brasília, 2007.

_____ (2010) Estatais e ajuste fiscal: uma análise da contribuição das empresas federais para o equilíbrio macroeconômico Economia e Sociedade, Campinas, v. 19, n. 1 (38), p. 29-58, abr. 2010.

Governo Federal (2003) Programa Plurianual 2004-2007. Brasília, Ministério do Planejamento, 2003.

Holanda, S. B. (1996) Raízes do Brasil. Companhia das Letras, São Paulo, Brasil.

IPEA (2004) Boletim de Conjuntura do IPEA. Número 64. Março de 2004.

IPEA (2010) Brasil em desenvolvimento 2010 Estado Planejamento e Políticas Públicas. Brasília, IPEA, 2010.

IPEA (2011) Boletim de Política Social n. 19.

IPEA (2012) Boletim de Política Social n. 20.

IBGE (2007) Sistema de Contas Nacionais - Brasil - Referência 2000. Nota Metodológica nº 1. Diretoria de Pesquisa (DPE). Coordenação de Contas Nacionais

IMF (2004) Public Investment and Fiscal Policy March, 2004 in <http://www.imf.org/external/np/fad/2004/pifp/eng/pifp.pdf>

Kregel, J. (1991). "Budget Déficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes's Pos-War Policy Proposals", in F. Vicarelli, Keynes's Relevance Today. London: MacMillan, Cap. 3, pp. 28-50.

Meirelles, B. B. (2010) Relação entre dívida pública e PIB deve cair rápido em 2010 Visão do Desenvolvimento nº 76

Mora, M. (2000) **A Lei de Responsabilidade Fiscal e relações financeiras intergovernamentais no contexto federativo brasileiro**. Monografia agraciada com menção honrosa no V Premio do Tesouro Nacional

Mora, M. (2004) Gastos Discricionários e Ajuste Fiscal Nota técnica publicada no Boletim de Conjuntura do IPEA, 65, Junho de 2004. IPEA: Rio de Janeiro, Brasil

Morais, L. e Saad-Filho, A. (2011) **Da economia política à política econômica: o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula** Revista de Economia Política, vol. 31, nº 4 (124), pp. 507-527, outubro-dezembro/2011

Neri, M.(org.) (2011) Os Emergentes dos Emergentes: reflexões globais e ações locais para a nova classe média brasileira. Rio de Janeiro: FGV/CPS. Junho de 2011

Orair, R. O. e Gobetti, S.W. (2010) Classificação e Análise das Despesas Públicas Federais pela Ótica Macroeconômica (2002-2009) Texto para Discussão 1485. IPEA Brasília, abril de 2010

Pereira, T. ; Simões, A.; e Carvalhal, André. (2011) 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. Acesso em 16 abril de 2012.

Presidência da república (1995) Plano Diretor de Reforma do Aparelho do Estado. Brasília, 2005

Receita Federal (2008) Carga Tributária no Brasil em 2007. Brasília, Receita Federal, 2008

Rodrigues, J. J. (1999) Elasticidade PIB de Longo Prazo da Receita Tributária no Brasil: abordagem do índice de divisa. Dissertação de mestrado. UnB, 1999.

Schwartzman, A. (2010) The Naked Truth. Economics Note. São Paulo: Santander, 22/11/2010. Disponível em: <http://bit.ly/dEVHkj> . Acesso em: 05 Ago 2012

STN Resultado do Tesouro Nacional

STN (2004) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2003

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metascals/rel_IIIquadr_2003.pdf)

STN (2005) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2004

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metascals/rel_IIIquadr_2004.pdf)

STN (2006) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2005

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2005.pdf)

STN (2007) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2006

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2006.pdf)

STN (2008) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2007

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2007.pdf)

STN (2009) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2008

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2008.pdf)

STN (2009b) Relatório de Avaliação – 1ª Meta Fiscal Quadrimestral de 2009

(http://www.tesouro.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2009.pdf)

STN (2010) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2009

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2009.pdf)

STN (2011) Relatório de Avaliação – Meta Fiscal Quadrimestral – Exercício 2010

(http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/metaspais/rel_IIIquadr_2010.pdf)

Stiglitz, J. (2000) Economics of Public Sector. 3RD edition Norton

Tavares, F. L. e Moura, M. R. (2011) Primeira Avaliação Orçamentária de 2011 Nota Técnica 06/11 Núcleo de Assuntos Econômico-Fiscais da Câmara dos Deputados. Abril 2011

Tavares, P. A.; Pazello, E. T.; Fernandes, R.; Camelo, R. S. (2009) Uma avaliação do Programa Bolsa Família: focalização e impacto na distribuição de renda e pobreza in Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 39, n. 1, abr. 2009.

Tourinho, O. A. F. Matriz de Contabilidade Social (SAM) para o Brasil de 1990 a 2005. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, BNDS, v. 14, n. 29, 2008.

Tourinho, O. A. F.; Silva, N. L. C.; Alves, Y. L. B. Uma matriz de contabilidade social para o Brasil em 2003. Rio de Janeiro: Ipea, 2006 (Texto para Discussão, n. 1242).

Vaz, Mostafá e Souza (2010). Os Efeitos Econômicos do Gasto Social no Brasil in Perspectivas da política social no Brasil (org. Castro, J.A; Ribeiro, J. A. C.; Campos, A. G.; Ferreira, H.). IPEA, 2010.

Velloso, R.; Mendes, M. e Caetano, M (2009) A Crise e a Revisão da Política Fiscal (inclusive retomando a Reforma da Previdência) Estudos e Pesquisas n. 294. Apresentado no XXI Fórum Nacional (<http://www.forumnacional.org.br/pub/ep/EP0294.pdf>)

Williamson, J. (2004) A Short History of the Washington Consensus Paper apresentado na conferência "From the Washington Consensus towards a new Global Governance," Barcelona, September 24–25, 2004.