

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Implicações da Expansão do Crédito Público Sobre os
Indicadores Fiscais Brasileiros**

Julia Wrobel Folescu

Matrícula 0712480

Monica Baumgarten de Bolle

Orientador

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para
realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo
professor tutor**

Rio de Janeiro

Dezembro/2010

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora Monica Baumgarten de Bolle, por sua disposição, ajuda e discussões que enriqueceram não só esta monografia, mas também contribuíram muito para meu aprendizado. Além de sua paciência e conselhos ao longo dos últimos dois anos.

Aos meus pais, Tania e Jaime, pelo apoio incondicional em todas as decisões e por serem compreensivos nos muitos momentos de stress. Acima de tudo, por me mostrarem que vale a pena seguir em frente e lutar pelos meus objetivos.

À minha irmã e melhor amiga, Renata, por seu companheirismo e por ser a única pessoa capaz de me fazer rir e falar nas primeiras horas do dia.

À minha avó, Eva, pela sabedoria, bom humor e exemplo de vida.

Ao meu namorado, Felipe, por seu amor, por me fazer acreditar quando nem eu mesma achava que era possível, por sua tranquilidade e suas palavras lógicas e calmas e por me mostrar que, muitas vezes, “a estrada vai além do que se vê”.

Aos meus amigos, pelos momentos de descontração, tão importantes nos últimos tempos.

ÍNDICE

1 – INTRODUÇÃO	5
2 – HISTÓRICO DE ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL (1965 – 2000)	7
3 – ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS A PARTIR DE 2000 E NA CRISE ECONÔMICA DE 2008	14
4 – RELAÇÃO ENTRE EXPANSÃO DO CRÉDITO E CRISES FISCAIS	21
4.A – ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO	23
5 – O PAPEL DO BNDES NO PÓS-CRISE	25
5.A – CRIATIVIDADE FISCAL E SEUS IMPACTOS	28
6 – CONCLUSÃO	33
7 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	34

1. Introdução:

Tipicamente, períodos de forte expansão do crédito vêm acompanhados de sobreavaliação e sobreendividamento de diversos setores da economia e possivelmente crises financeiras. O que se segue são crises fiscais, seja pelos custos dos programas de salvamento ou, mais importante pelas medidas anticíclicas que são tomadas de forma a evitar recessões.

Em 2008, com a crise financeira internacional, os mercados de crédito secaram, forçando os governos a injetar liquidez na economia. Inúmeras medidas de concessão de crédito foram tomadas ao redor do mundo de forma a estimular a economia mundial. Nos países europeus já pode se observar as primeiras conseqüências dos aumentos dos gastos públicos desenfreados. As projeções de dívida bruta e déficit já ultrapassam os limites de 60% e 3% do PIB estabelecidos pelo Tratado de Maastricht. Nos EUA, o panorama não é muito diferente. Em um artigo recente, o *Congressional Budget Office*¹ alertou para o aumento da trajetória de dívida principalmente em razão da redução das receitas resultante da queda do nível de atividade e das medidas de estímulo que foram tomadas.

O Brasil também não escapou dessa dinâmica. Além das reduções do IPI sobre automóveis e produtos da linha branca, o governo brasileiro teve a vantagem de poder contar com bancos públicos para expandir o crédito e dar início às medidas anticíclicas. O que se observa hoje, porém, são sinais de que a economia brasileira vem se recuperando e de que já é possível retirar boa parte dos estímulos adotados no período de maior turbulência da economia mundial. Apesar disso, os bancos públicos continuam a aumentar sua provisão de crédito em relação ao crédito total (**tabela 1.1**).

Tabela 1.1

Participação na Oferta Total de Crédito			
	Bancos Públicos	Bancos Privados Nacionais	Bancos Estrangeiros
Jan/2007 - Set/2008	34,9%	43,2%	21,9%
Out/2008 - Jul/2009	37,2%	42,3%	20,5%
Ago/2009 - Jun/2010	41,5%	40,4%	18,2%

Fonte: BCB

¹ Ver **Federal Debt and The Risk of a Fiscal Crisis (2010)**

A **tabela 1.1** ilustra a recente expansão do crédito dos bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil). Entre outubro de 2008 e julho de 2009, período mais agudo da crise, a intervenção dos bancos públicos foi justificada, porém o que vem se observando é a expansão continuada da provisão por parte dessas instituições federais, enquanto os bancos privados começam a perder cada vez mais *market-share*. Quais são os riscos dessa expansão crescente, liderada principalmente pelo BNDES?

Os dados acima descritos acendem um sinal de alerta para uma possível trajetória de dívida explosiva no Brasil, como a que se desenha em outros países do mundo. O retorno do crédito público em muito se parece com o padrão de expansão que caracterizou a economia brasileira na década de 70 e que foi seguido por estagnação durante os anos 80. O **capítulo 2** trata da importância do crédito público e seus impactos ao longo desse período.

No **capítulo 3**, comentamos a atual expansão do crédito público brasileiro e quais os possíveis impactos e distorções que esse crescimento acelerado pode causar. Em seguida, no **capítulo 4**, buscamos estabelecer se períodos de aumentos do déficit e da dívida pública são antecipados por períodos de expansão do crédito e como se comportam essas variáveis no caso brasileiros.

No **capítulo 5**, analisamos a recente expansão do crédito concedido pelo BNDES e o impacto fiscal da capitalização do banco pelo tesouro nacional. No **capítulo 6**, concluímos, apresentando os riscos do crescente endividamento brasileiro e da criatividade fiscal do governo.

2. Histórico de atuação dos Bancos Públicos no Brasil (1956-2000)

Os bancos públicos foram criados com o intuito de promover o crescimento do sistema financeiro e atuar no fomento e desenvolvimento de áreas em que os mercados falham na provisão de crédito. São os bancos públicos também que permitem que os governos façam política creditícia anticíclica, estimulando em momentos de recessão ou freando em momentos de expansão.

Em **Novaes (2007)**, explica-se a participação estatal no setor bancário com base em três visões principais. De acordo com a *visão social*, os bancos públicos têm como função solucionar falhas de mercado que surgem diante da presença de informação assimétrica no sistema bancário. A intervenção estatal, nesse caso, se justifica para aumentar o bem estar social. A *visão desenvolvimentista* de que os bancos públicos devem promover o investimento em áreas estratégicas e de longo prazo se dá principalmente em países com um sistema bancário ainda precoce e incapaz de financiar projetos num longo horizonte de tempo. Por fim, a *visão política* afirma que as instituições bancárias pertencentes ao governo podem ser muito mais usadas com fins políticos para prover emprego, subsídios e benefícios aos aliados do governo do que para promover crescimento e desenvolvimento econômico. Essa última visão é a principal questão levantada pelos críticos da existência de bancos públicos: ao invés de promover eficiência econômica, essas instituições promovem inúmeras distorções.

Apesar do debate acerca da eficácia da atuação dessas instituições, ao longo das últimas décadas, elas tiveram um papel essencial no desenvolvimento e crescimento econômico do Brasil. Atualmente essas instituições são representadas pelo Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal. O Banco do Brasil, além da função de banco comercial é o principal agente financeiro do governo e possui linhas de crédito de médio prazo, voltadas principalmente para exportação e agricultura. A Caixa Econômica Federal concede crédito habitacional. Já o BNDES, criado em 1952 para atuar no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infra-estrutura, contava com unidades regionais e estaduais, que hoje não existem mais.

A **tabela 2.1** mostra a concessão média de crédito em relação ao total por parte de instituições públicas e privadas em diferentes subperíodos da história brasileira. Como pode ser visto, o crédito público sempre representou uma fração muito grande em relação ao crédito total concedido, sendo em quase todos os períodos mais da metade.

Tabela 2.1

Período	Caracterização do período	Crédito Público por Instituição (% do Total)		
		Bancos comerciais	Banco do Brasil	Caixa Econômica Federal
1956 - 1960	Juscelino Kubitchek: Plano de metas	46,25%	53,75%	--
1961 - 1963	João Goulart e Janio Quadros: Instabilidade política e Econômica	41,53%	58,47%	--
1964 - 1967	Castello Branco: PAEG	40,08%	59,92%	--
1968 - 1973	Costa e Silva e Médici: Milagre Econômico e 1º choque do petróleo	57,60%	32,93%	9,47%
1974 - 1979	Geisel: Início da abertura política	48,06%	35,23%	16,71%
1980 - 1984	2º Choque do petróleo	54,16%	22,49%	23,35%
1985 - 1989	Redemocratização: Planos Cruzado, Bresser e Verão	49,93%	18,36%	31,71%
1990 - 1993	Collor: Privatização e abertura	57,63%	16,37%	26,00%
1994 - 1998	FHC: Plano Real	64,26%	16,56%	19,18%

Fonte: Estatísticas do Século XX - IBGE

Quando Juscelino Kubitchek assumiu o poder em 1956, criou uma política de desenvolvimento voltada para o investimento em cinco áreas principais: energia transporte, alimentação indústrias de base e educação. O chamado Plano de Metas era um plano quinquenal com o famoso lema “desenvolver 50 anos em 5” que teria como fonte principal de financiamento o setor público, à quem caberia 50% dos desembolsos. Nesse período, o Banco do Brasil detinha a função de banco comercial e banco central, e coube a ele a expansão do crédito. Diante da falta de um sistema financeiro maduro e capaz de prover crédito suficiente, principalmente de longo prazo, o governo teve que recorrer ao financiamento inflacionário, o que promoveu uma expansão sem precedentes da base monetária.

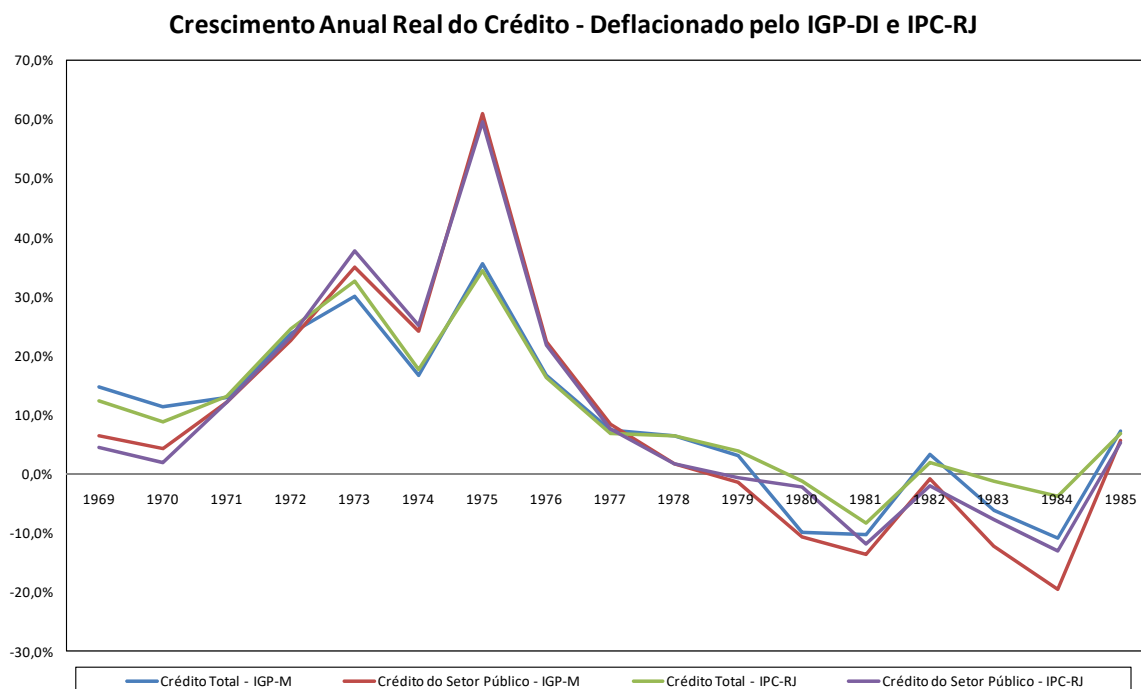
O período seguinte foi marcado por conturbação política e econômica. No seu curto mandato, Jânio Quadros tentou adotar um plano de cunho ortodoxo para conter a inflação, inclusive com controle do crédito público. Sem apoio, porém, não conseguiu levar o plano adiante e renunciou no mesmo ano. O Plano Trienal, adotado posteriormente por João Goulart, sob a orientação de Celso Furtado, visava o

desenvolvimento econômico e social, porém com limites nominais a taxa de expansão do crédito. Apesar dos esforços o plano também não foi bem sucedido.

A partir de 1964, teve início o período de ditadura militar que durou por cerca de 20 anos. Os primeiros três anos do governo militar foram marcados pela elaboração do PAEG por Campos e Bulhões, que defendiam duas linhas de atuação: uma plano de emergência de combate à inflação e reformas estruturais. Identificaram como uma das principais causas da inflação a expansão da demanda agregada via financiamento inflacionário do déficit público e expansão do crédito via bancos públicos. Apesar de conseguir conter a expansão do crédito nominal, houve uma significativa expansão do crédito real em vários momentos, como em 1965, quando apresentou expansão de 21,4%.

A partir de 1967, o governo buscou conter as necessidade de financiamento do setor público e também assegurar a oferta de crédito ao setor privado. O período que se seguiu foi forte crescimento econômico e ficou conhecido como o Milagre Econômico. Para estimular o crescimento econômico, adotou-se uma política creditícia expansionista, voltada principalmente para consumo e agricultura, além de uma política monetária expansionista. Como diagnóstico da inflação passou a ser de inflação de custos, tornou-se necessário expandir a produção de forma a minimizar as pressões inflacionárias por escassez de produtos. O estado era capaz de intervir na economia por ser o principal supridor de crédito e de subsídios ao setor privado, aprofundando cada vez mais a dependência. O BNDES turbinou a expansão e para isso contou com financiamento externo. A **Figura 2.1** que mostra o crescimento real do crédito anual deflacionado por dois diferentes índices de inflação (IGP-DI e IPC-Rj) demonstra como o crescimento real do crédito público foi expressivo nesse período, o que contribuiu para a expansão da dívida pública, que alcançou 7,5% do PIB em 1972. Foi nesse período que surgiu a dívida pública indexada, que permitiu o desenvolvimento um mercado de títulos públicos brasileiro mesmo com a crescente inflação.

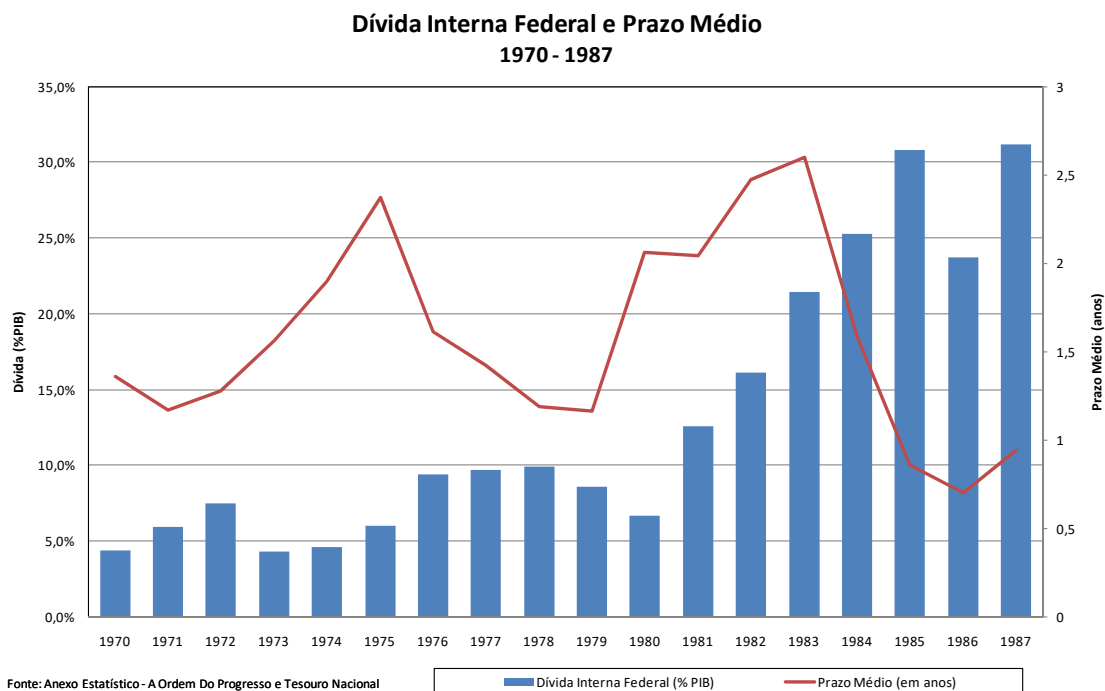
Figura 2.1



Durante o Governo Geisel teve início um processo de abertura lenta, gradual e segura. Ainda assim, a representatividade do crédito público em relação ao crédito total continuou alta, apesar de decréscimo na taxa de expansão do crédito real.

A década de 80 foi marcada por inúmeras distorções provocadas pelos excessos cometidos durante mais de uma década de governo militar. A economia ficou estagnada e os investimentos público e privado caíram muito naquela que ficou conhecida como a década perdida. A dívida pública crescente durante os anos 70 era compatível com o alto grau de endividamento, porém os anos seguintes foram marcados por descontrole inflacionário, sucessivas crises e tentativas de estabilização fracassadas, que contribuíram em muito para o crescente endividamento público. Além da instabilidade provocada pela inflação, as constantes mudanças de regras de indexação e o temor de *default* a cada novo plano fizeram com que o prêmio de risco aumentasse consideravelmente. Esses mesmos fatores também contribuíram para uma redução do prazo médio que passou de mais de 2 anos para menos de 1. A **Figura 2.2** mostra a trajetória de dívida pública e o prazo médio da mesma durante boa parte do governo militar. Em apenas 5 anos, a dívida pública como proporção do PIB aumentou quase 360%, passando de 6,7% em 1980 para 30,8% em 1985. Além disso, diante das incertezas do cenário interno, o prazo médio caiu bastante com o medo de *default*.

Figura 2.2



Durante a década de 90, a participação dos bancos públicos começou a ser reduzida, após quase 50 anos grande importância dos mesmos. A onda de privatizações e fechamentos dos bancos públicos estaduais reduziu a intervenção estatal na economia. Essa tendência foi observada não só no Brasil, mas em todo o mundo. Entre 1990 e 2004, mais de 250 bancos estatais foram parcial ou totalmente privatizados em 70 países². A seqüência de **figuras 2.3, 2.4 e 2.5** mostra a evolução da participação do crédito dos bancos públicos e do crédito privado nacional e internacional em três diferentes momentos do final da década de 80 e década de 90.

² Ver **Novaes (2007)**

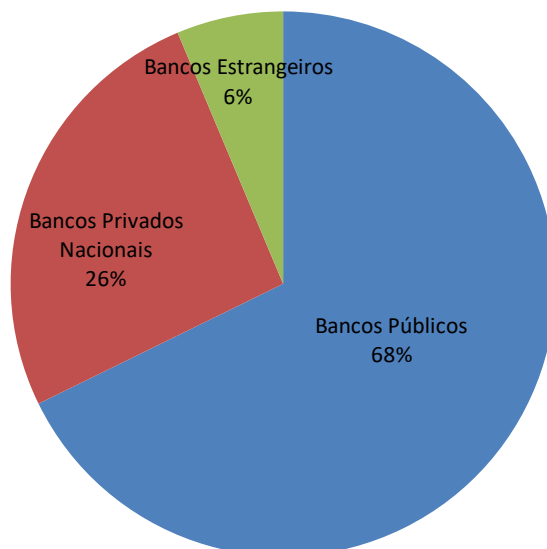
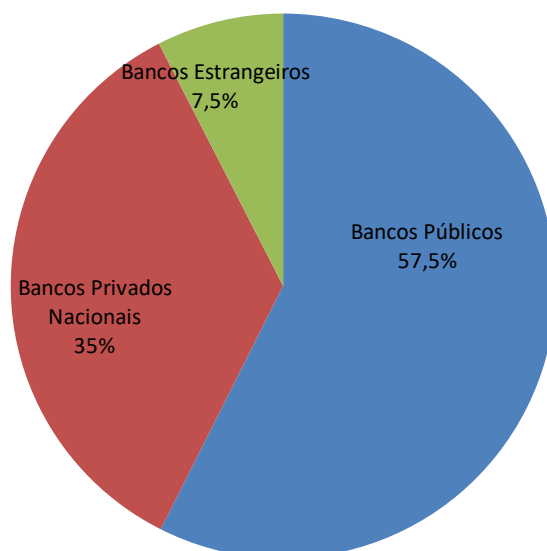
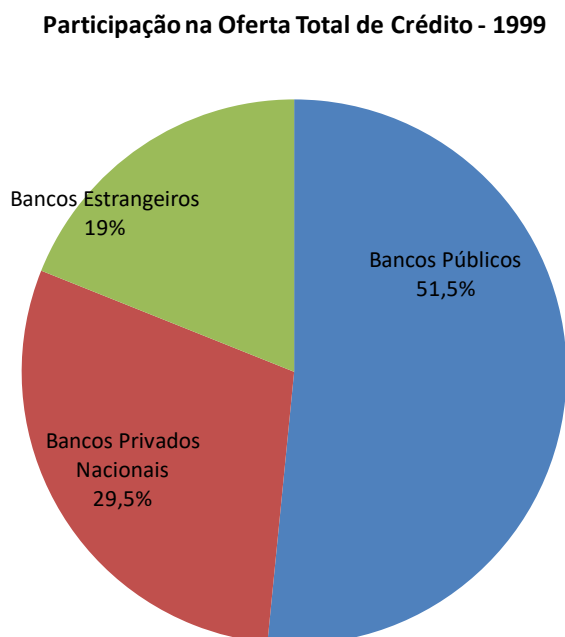
Figura 2.3**Participação na Oferta Total de Crédito - 1989****Figura 2.4****Participação na Oferta Total de Crédito - 1994**

Figura 2.5

É interessante notar a queda da participação dos bancos público na provisão total do crédito e o aumento da participação de instituições privadas. No que diz respeito aos bancos públicos, como já foi mencionado, a queda se deu devido às privatizações e à tendência mundial de redução do tamanho do estado na economia. Por outro lado, a estabilidade que se seguiu após o bem-sucedido Plano Real, permitiu a maturação do sistema financeiro, que passou a contar não só com intermediação nacional, mas também com a atuação de bancos de fora do país. A estabilidade de preços e política permitiu que no fim da década de 90, o crédito internacional já fosse responsável por quase 20% do total concedido. Ou seja, um considerável aumento de cerca de 100% em 10 anos.

3. Atuação dos bancos públicos a partir de 2000 e na crise econômica de 2008

No segundo semestre de 2008, após a quebra do Banco de investimentos Lehman Brothers, a crise financeira se espalhou pelo mundo. A aversão ao risco aumentou enormemente e as linhas de crédito secaram. Desde então, os governos vem tomando medidas de estímulo à demanda agregada das mais diversas formas, seja via política fiscal, monetária ou creditícia. No Brasil, o governo aproveitou o fato de conter com os bancos públicos para aumentar a oferta de crédito e com isso contribuir para a manutenção da atividade econômica. Ao longo de todo ano de 2009, sob a justificativa de políticas anti-cíclicas, o governo usou o BNDES, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil para atenuar os impactos da crise. A **tabela 3.1** mostra a evolução da participação das instituições públicas na oferta total de crédito nos últimos 10 anos. Como se pode ver, as instituições públicas aumentaram muito a sua participação, enquanto as privadas, nacionais e internacionais, perderam *market-share*.

Tabela 3.1

Concessão de Crédito Por Instituição (% do Total)			
	Bancos Públicos	Bancos Privados Nacionais	Bancos Estrangeiros
2000	44,05%	33,78%	22,17%
2001	34,52%	38,75%	26,73%
2002	37,49%	37,44%	25,06%
2003	39,87%	38,63%	21,50%
2004	38,54%	39,60%	21,87%
2005	36,78%	40,79%	22,43%
2006	36,66%	41,26%	22,08%
2007	34,07%	43,82%	22,10%
2008	36,25%	42,76%	20,99%
2009	41,55%	40,07%	18,38%
2010	42,18%	40,18%	17,64%

Nota: 2010 - dados até agosto

Durante o período de crise, os bancos federais reduziram as suas taxas de juros e ampliaram a concessão de crédito. O crescimento foi tão expressivo que em agosto de 2009, o BB recuperou o posto de maior instituição em ativos no país e na América Latina. O BNDES por sua vez, que apresentava taxas de crescimento do crédito anual média de 15% mais que dobrou a concessão em 2009 e 2010, passando a 34,3% de crescimento anual.

Atualmente, porém, apelar para a justificativa da necessidade de políticas anti-cíclicas já não faz mais sentido. A economia já dá sinais claros de recuperação e a inflação sinais preocupantes de aceleração. Apesar de todas as evidências, o governo parece atuar em direção contrária ao Banco Central, que desde abril deste ano já promoveu três altas na selic que alcançou 10,75% a.a., e insiste em manter o pé no acelerador. Em **Bolle (2010)**, esse fenômeno é descrito como Efeito Toyota, referência aos carros da marca que apresentavam um problema no acelerador. As conseqüências desse efeito são distorções que ainda não são sentidas, porém podem ter impacto profundo sobre a organização econômica do Brasil no longo prazo.

No que diz respeito à inflação, os primeiros impactos já podem ser sentidos, apesar dos riscos de descontrole inflacionários possivelmente não serem sentidos em 2010 e 2011. A pressão sobre os preços vem aumentando e as expectativas de inflação descolando do centro da meta (**Figura 3.1**). Como se sabe o sucesso das metas para inflação dependem da capacidade que o Banco Central tem de domar as expectativas. Porém, como destacado em **Bolle (2010)** e **Carneiro e Bolle (2010)**, a política monetária tem perdido potência, recentemente, com a expansão do crédito público.

Figura 3.1

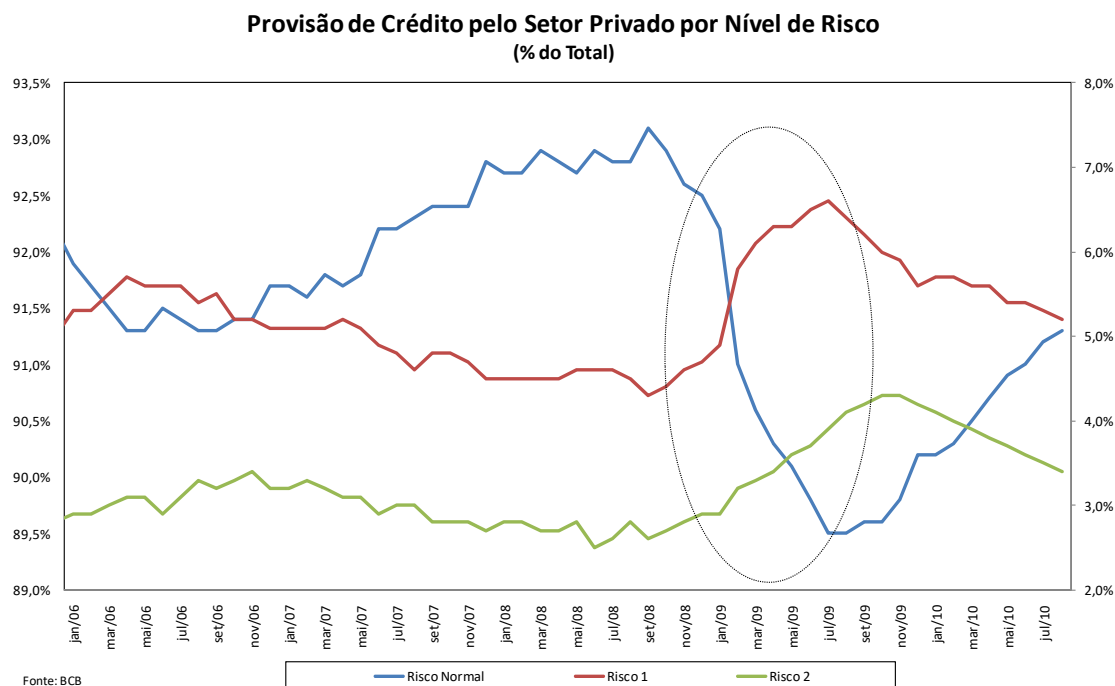


Existem diferentes mecanismos de transmissão de política monetária. Um deles é via canal de crédito, segundo o qual uma política monetária expansionista reduz os

custos do crédito e aumenta o número de empréstimos realizado na economia, estimulando a atividade. Em **Minnella e Sobrinho (2009)** demonstrou-se a importância desse canal na economia brasileira. A variação do crédito às famílias, resultante de choques na taxa de juros, explica a maior parte das variações do PIB. Dessa forma, era de se esperar que a potência da política monetária fosse cada vez maior, principalmente em um cenário em que o crédito, como proporção do PIB, já corresponde a 45% (valor muito maior do que foi observado em toda história brasileira). O problema é que boa parte do aumento de crédito vem se dando por aumento do crédito público, e esse tipo de crédito apresenta pouca sensibilidade a alterações na taxa de juros, fazendo com que esse canal fique “entupido”. Ou seja, a oferta de crédito passa a ficar menos sujeita às variações na Selic promovidas pela autoridade monetária do que aos desejos políticos do governo.

A recente expansão do crédito público se deu principalmente com base em taxas subsidiadas pelo governo e longos prazos. O problema disso, é que cada vez mais, as instituições privadas vão perdendo *market-share* para as públicas. O resultado é que, buscando manter a sua importância no mercado, os bancos privados passam a conceder crédito para credores de qualidade inferior. Ou seja, o risco aumenta em busca de maiores retornos para compensar a perda de importância no mercado. A **Figura 3.2** mostra o recente aumento desses empréstimos de qualidade inferior por parte do setor privado (nacional e internacional).

Figura 3.2



De acordo com o Banco Central, as operações de crédito são classificadas em nove diferentes níveis, em ordem crescente de risco (AA, A, B, C, D, E, F, G, H), de acordo com critérios relacionados aos devedores, garantias e prazos. No caso descrito na **figura 3.2**, os créditos são agrupados em risco normal (AA até C), risco 1 (D até G) e risco 2 (H). Como pode ser visto, ao longo de 2009, a os empréstimos do tipo normal caíram bastante, enquanto os de risco 1 e 2 aumentaram, confirmando a piora da qualidade do crédito concedido por instituições privadas.

Diante da piora da qualidade do crédito concedido, era de se esperar um aumento considerável da inadimplência. De fato, em 2009, ela chegou a aumentar, em média, 65% quando comparada ao ano anterior.

Em geral, momentos de *boom* de crédito são seguidos por sobreendividamento e crises financeiras. O que se segue são crises fiscais, seja pelos custos de salvamento (pacotes) ou pelas medidas anti-recessivas. Assim, como ocorreu nas décadas de 70 e 80 e foi descrito no capítulo anterior, o mesmo pode estar se desenhando para um futuro próximo. Algumas características, porém tornam mais preocupante a dinâmica do endividamento brasileiro.

As **Figuras 3.3, 3.4 e 3.5** mostram o prazo médio e o perfil da dívida interna brasileira desde 1970 até os dias de hoje. Como pode-se observar, ao longo do tempo, a maturidade da dívida brasileira mudou muito, passando de 1 ano/1 ano e meio nas décadas de 70 e 80 e alcançando até 3 anos em 2010. O alongamento do prazo da dívida permite que o governo sustente ciclos de expansão maiores, porém, diante de desequilíbrios pode causar distorções ainda maiores na economia.

Por outro lado, o perfil da dívida melhorou bastante. Ao longo das décadas de 70 e 80, a maior parte da dívida era indexada à correção monetária, ou seja, temendo a inflação crescente, o público buscava cada vez mais títulos que fossem corrigidos pela inflação na tentativa de manter seu ganho real. Esses títulos eram representados pelas OTNs e ORTNs. A partir de meados da década de 80, o tesouro e banco central passaram a emitir títulos indexados à selic (LFT e LBC, respectivamente) agravando o problema da dominância fiscal e dificultando a condução da política monetária. Sempre que fosse necessário que o banco central aumentasse a taxa de juros para conter a inflação, haveria um aumento substancial da dívida pública pós-fixada, de forma que, seja por temor da impopularidade ou insustentabilidade da dívida, a política monetária estava restrita pelo risco de endividamento explosivo.

Figura 3.3

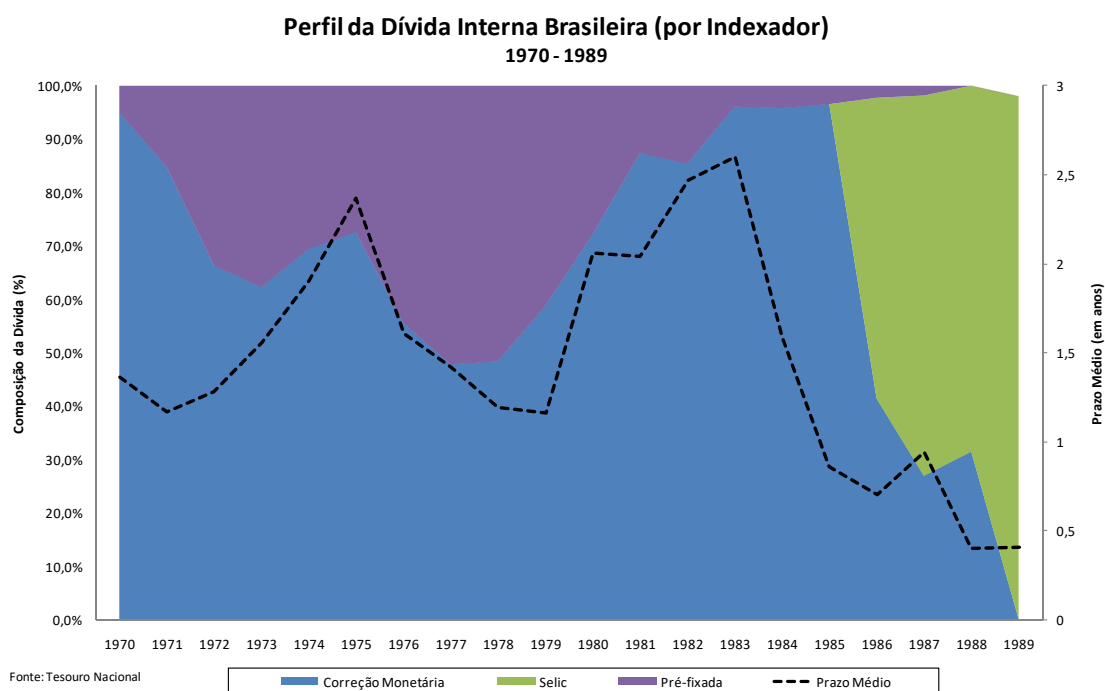
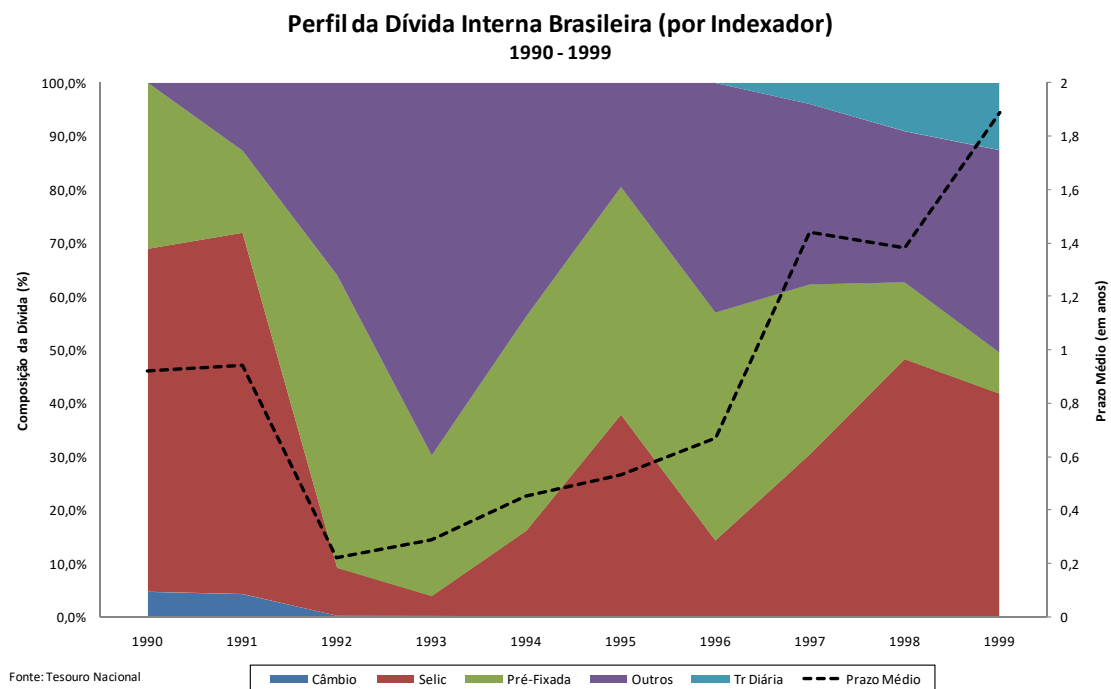
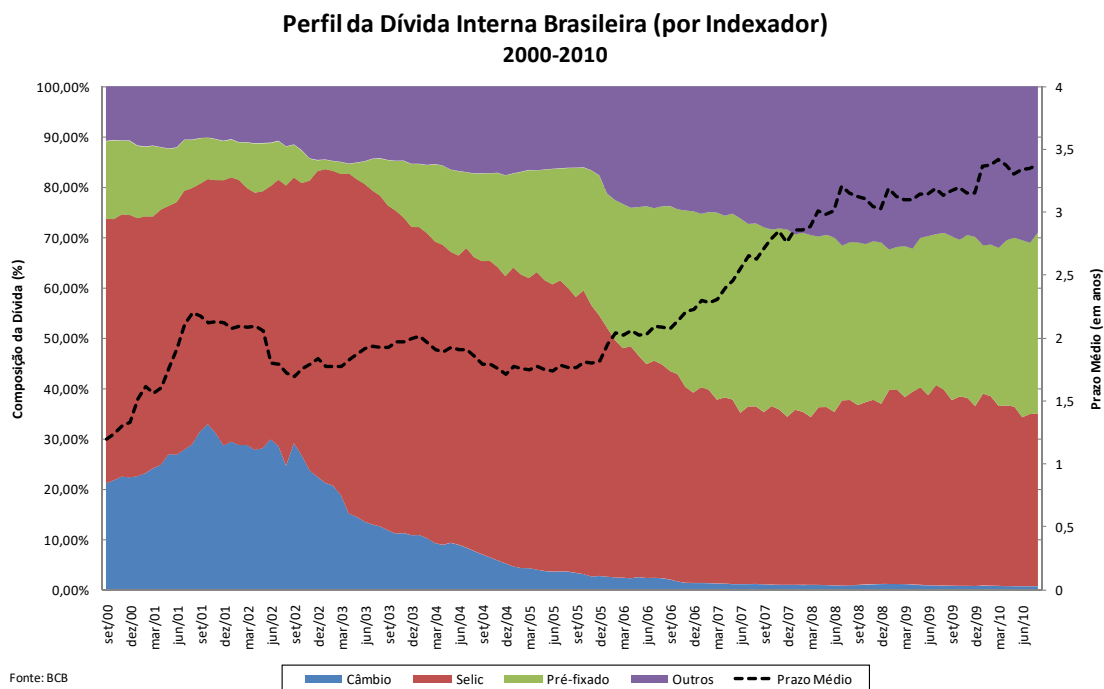


Figura 3.4



Hoje em dia, porém, esses problemas já foram atenuados. O percentual da dívida pré-fixada, tipicamente mais saudável corresponde a mais do que 30% do total, um avanço considerável em relação ao que foi observado em diversos períodos da história brasileira. O total indexado à Selic, por sua vez, que já representou a maior parte da composição da dívida, hoje representa apenas 30% e a tendência é de queda (**Figura 3.5**).

Figura 3.5



A melhora da composição da dívida é inegável, mas o endividamento excessivo que vem caracterizando o governo Lula e, possivelmente o governo da presidente Dilma, torna a deterioração fiscal atual bastante perigosa. A velocidade do aumento da despesa pública vem sendo bem maior do que o aumento da receita. Essa dinâmica já foi observada em outros períodos da história e os resultados foram anos de inflação e dificuldades para “domar” a dívida pública.

4. Relação entre expansão do crédito e crises fiscais

Crises financeiras costumam seguir um mesmo caminho. Ainda assim, de acordo com uma análise feita por **Rogoff e Reinhart (2010)** com dados entre 1880 e 2008, os países conseguem graduar-se em crises de dívida ou episódios de alta inflação, porém ainda é muito difícil a graduação em crises bancárias. Ao longo desse período, os países (mais ou menos desenvolvidos) passaram por uma sucessão de crises bancárias, enquanto as crises de calote da dívida soberana foram diminuindo sua frequência. Por outro lado, as crises de dívida são mais longas, isso porque existe a possibilidade de “embromar” credores, enquanto as crises bancárias são mais rápidas.

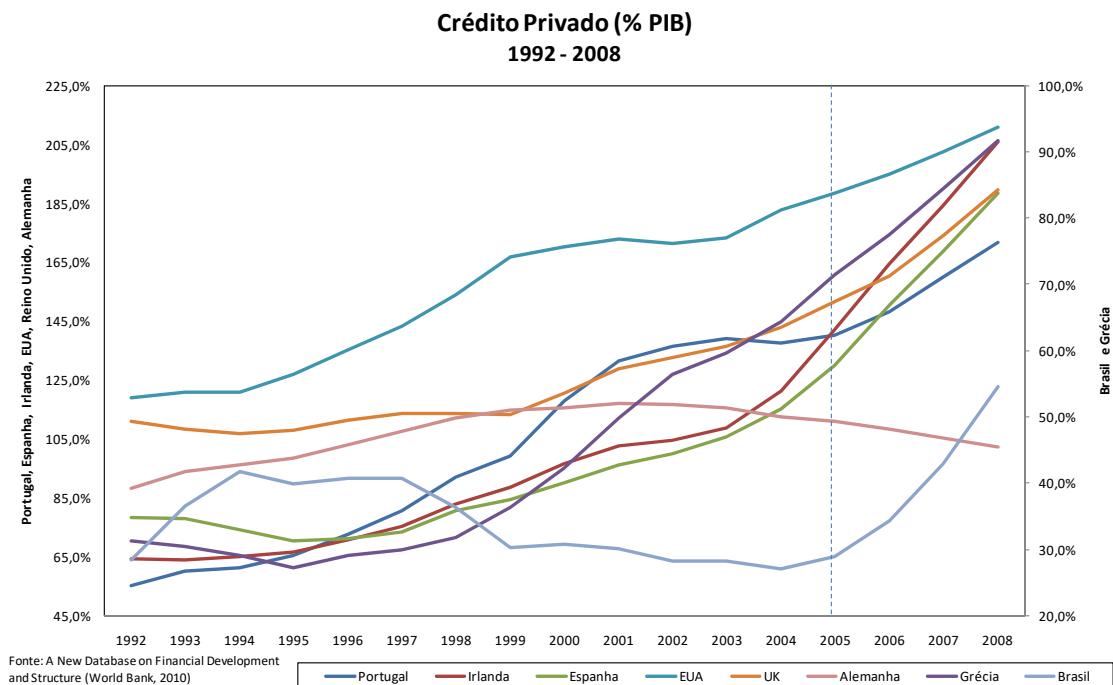
Uma crise financeira é normalmente desencadeada quando há uma grande bonança de fluxo de capitais ou *booms* de crédito. De acordo com esse mesmo estudo, mostra-se que a probabilidade de ocorrência de crises bancárias condicionadas a bonança de fluxo de capitais é cerca de 61% maior do que a probabilidade de ocorrência incondicional ao aumento desse fluxo.

Schularick e Taylor (2009) buscam determinar o papel que o crédito tem na criação, propagação e amplificação de choques econômicos. Para isso, analisam um conjunto de indicadores econômicos de 12 países desenvolvidos de 1870 até 2008 e dividem o período em duas eras do capitalismo financeiro. Na primeira era, que vai de 1870 à 1939, a relação entre quantidade de moeda na economia e crédito era bem próxima e no longo prazo, estável. Já o segundo período que vai de 1940 até os dias de hoje esse panorama mudou. O crédito passou a aumentar muito e descolou-se da quantidade de moeda, graças às inovações financeiras, alavancagem e pouca regulação. O que se constata a partir da análise dos dados é que o sistema de crédito não só propaga o choque, como muitas vezes é a fonte do choque. O crescimento do crédito em períodos pré-crise parece ser uma das melhores formas de prever crises futuras e instabilidades financeiras.

Com base nesses resultados é importante examinar o crescimento do crédito nos anos que antecederam o choque econômico de 2008. A **Figura 4.1** mostra a expansão do crédito privado como proporção do PIB em um grupo de países selecionados. Como pode-se observar, a partir de 2005, o crédito aumentou consideravelmente na maior parte dos países. Nos Estados Unidos, epicentro da crise, em 2008, a concessão de

crédito correspondia a 210% do PIB. Outros países, como Espanha, Portugal e Irlanda apresentavam crédito superior a 100% do PIB.

Figura 4.1



Não só o aumento do crédito, mas também o preço dos ativos, a desaceleração do crescimento econômico, as inovações financeiras e a crescente alavancagem davam sinais do problema que estava por vir. No final de 2008, com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, os maiores impactos sobre atividade passaram a ser sentidos. O ano de 2009 apresentou forte recuo da atividade mundial. Só nas economias avançadas, o PIB caiu 3,2%.

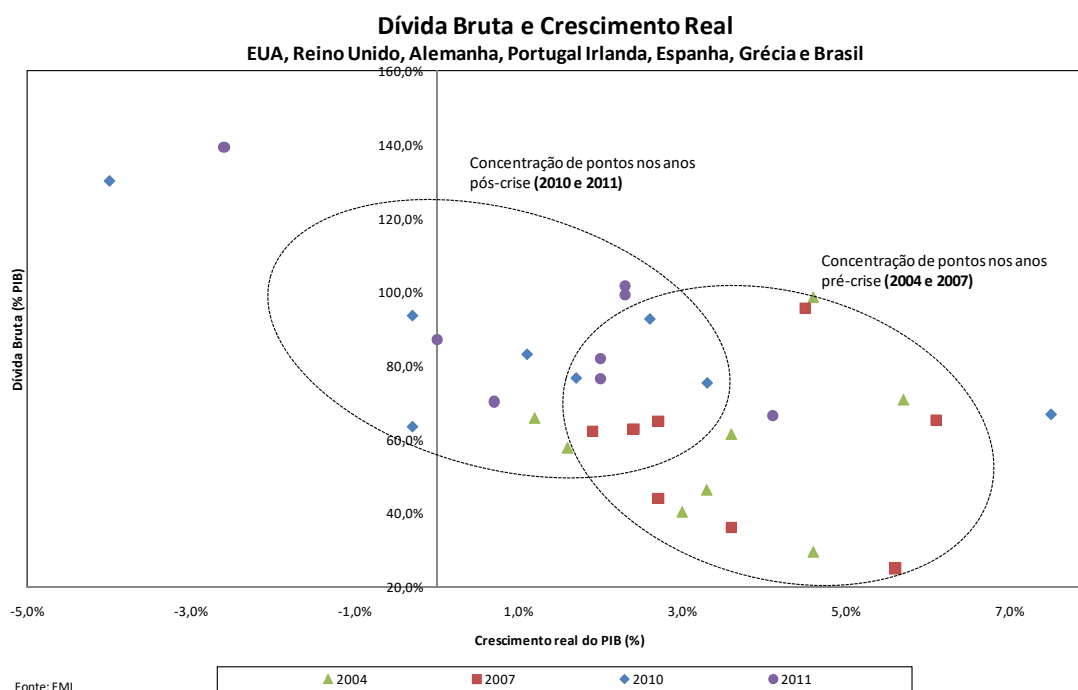
De forma a tentar atenuar esses impactos negativos sobre o mercado de crédito e sobre a atividade, foram adotadas inúmeras medidas. Em termos de política monetária, muitos países reduziram suas taxas básicas de juros e adotaram o *quantitative easing*, expandindo o balanço dos bancos centrais e absorvendo ativos tóxicos das instituições financeiras. Inúmeras medidas de estímulos fiscais também foram tomadas. Alguns países, como Brasil, puderam usar seus bancos públicos como mais uma forma de injetar dinheiro na economia.

Apesar dos diferentes caminhos adotados pelos países para superar crises financeira, o desfecho, em geral, é o mesmo. Além da queda da produção e do emprego,

há também o colapso nos mercados de ativos. O legado fiscal deixado por uma crise pode ter impactos profundos sobre a organização econômica dos países. O valor da dívida pública tende a aumentar, em média, 86% em períodos pós-crise³, não só pelos custos das operações de socorro ou recapitalizações bancárias, mas principalmente pela queda da arrecadação tributária fruto das contrações do nível de atividade.

A rápida deterioração do equilíbrio fiscal e a queda da atividade econômica podem ser constatadas a partir da **Figura 4.2**. Nos anos pré-crise (2004 e 2007) havia uma concentração maior de pontos na área de crescimento maior aliado a dívidas brutas menores em todos os países. Já para 2010 e 2011, projetam-se valores menores de crescimento e maiores de dívida, promovendo um deslocamento para cima e para a esquerda no gráfico.

Figura 4.2



A. Análise do caso Brasileiro

De forma a determinar empiricamente qual é a defasagem entre a expansão do crédito e o aumento da dívida no Brasil, aplicamos testes de causalidade Granger. O

³ De acordo com estimativas de **Reinhart e Rogoff (2010)**

método de causalidade de Granger não está ligado a determinar uma relação causal entre duas variáveis. O conceito é mais bem definido por antecedência, ou seja, se uma variável estacionária X Granger-causeia outra variável estacionária Y, isso significa que, em média, o evento Y é observado todas as vezes que o evento X ocorreu em algum período antes. Dessa forma, esse tipo de teste pode ser usado para determinar a capacidade de previsão que uma variável tem sobre outra.

Utilizamos a variação em 12 meses do crédito real (deflacionado pelo IPCA) de forma a determinar se fortes expansões de crédito explicam variações grandes na dívida líquida do setor público (em % PIB). Para que pudessem ser realizados os testes de causalidade, observamos se as variáveis testadas apresentam raiz unitária. Para isso, foi aplicado um teste ADF (*Augmented Dickey Fuller*) e a conclusão foi que as duas variáveis são estacionárias, podendo ser aplicado o teste de causalidade Granger. Os resultados estão compilados na **tabela 4.1**.

Tabela 4.1

Amostra: jan/1996 - ago/2010					
Defasagens	Hipótese Nula	Número de Observações	Estatística F	P-Valor	X Causa Y no sentido de Granger?*
2	DLSP does not Granger Cause CRED_REAL_12M	162	0,93	0,40	Não
	CRED_REAL_12M does not Granger Cause DLSP		5,91	0,00	Sim
6	DLSP does not Granger Cause CRED_REAL_12M	158	0,76	0,61	Não
	CRED_REAL_12M does not Granger Cause DLSP		3,97	0,00	Sim
12	DLSP does not Granger Cause CRED_REAL_12M	152	1,12	0,35	Não
	CRED_REAL_12M does not Granger Cause DLSP		2,79	0,00	Sim
24	DLSP does not Granger Cause CRED_REAL_12M	140	1,61	0,06	Não
	CRED_REAL_12M does not Granger Cause DLSP		3,43	0,00	Sim
36	DLSP does not Granger Cause CRED_REAL_12M	128	1,74	0,03	Não
	CRED_REAL_12M does not Granger Cause DLSP		3,11	0,00	Sim

* Ao nível de significância de 1%

De acordo com a análise dos resultados desse teste, observamos que a expansão do crédito real causa no sentido de Granger o aumento do endividamento brasileiro, sendo significativo em todas as defasagens. Ou seja, aumentos na concessão de crédito antecedem, em muito, aumentos da dívida líquida do setor público.

5. O papel do BNDES no pós-crise:

Quando foi criado, em 1952, por Getúlio Vargas, o então BNDE (que só posteriormente recebeu o “S” devido ao cunho social) tinha como objetivo modernizar o país. Inspirado pelos desenvolvimentistas da Cepal e pelo desempenho do Banco Mundial que estimulava a recuperação na Europa, o governo buscou industrializar o Brasil de acordo com modelo de substituição de importações. Como já foi destacado no **capítulo 2**, ao longo da década de 70, os empréstimos concedidos pelo BNDES turbinaram a expansão que caracterizou o milagre econômico ocorrido durante o governo militar.

Durante a crise de 2008, o BNDES também teve papel essencial, expandindo seus empréstimos de forma a evitar a paralisação total do crédito após a crise. Desde então, o tesouro já capitalizou o banco em R\$ 241,5 bilhões. Essas operações têm sido alvo de inúmeras críticas e questionamentos quanto aos seus impactos distorcivos e sobre a sustentabilidade fiscal brasileira.

Ainda assim, o governo busca justificar a expansão, apresentando os pontos positivos da capitalização. Em uma apresentação recente⁴, o presidente do BNDES, Luciano Coutinho argumentou que as transferências seriam responsáveis pelo aumento dos lucros que seriam repassados sob a forma de dividendos para a união, uma vez que o banco é 100% estatal. Além disso, as operações estimulariam o investimento e o aumento da atividade, responsável por crescimentos na arrecadação e no PIB. O ministro Mantega, por sua vez, em entrevista, afirmou que os empréstimos concedidos devem promover um aumento de 4 p.p. do PIB esse ano. De acordo com o governo, os empréstimos podem gerar R\$ 79 bilhões em benefícios, dos quais R\$ 37,1 bi sob a forma de lucros acumulados do BNDES e R\$ 41,8 bi fruto da arrecadação extra da união, considerando o período total do empréstimo (20 a 40 anos).

Muitos defensores do aumento recente dos empréstimos concedidos pelo banco argumentam que a expansão não é tão grande assim. Como mostra a **figura 5.1**, o crédito do BNDES corresponde a 21,1% do total, padrão de expansão semelhante ao observado em 2005, quando o BNDES não impunha riscos à sustentabilidade fiscal nem causava grandes distorções na economia. Sob essa ótica, a expansão atual de fato não parece exagerada. A **figura 5.2**, porém, apresenta a contribuição de cada instituição

⁴ Ver **Benefícios dos Empréstimos do Tesouro ao BNDES (19/08/10)**

financeira no crescimento da concessão total de crédito no pós-crise. O BNDES foi responsável por 46% do crescimento, enquanto as outras instituições públicas contribuíram 32% e as privadas 22%.

Figura 5.1

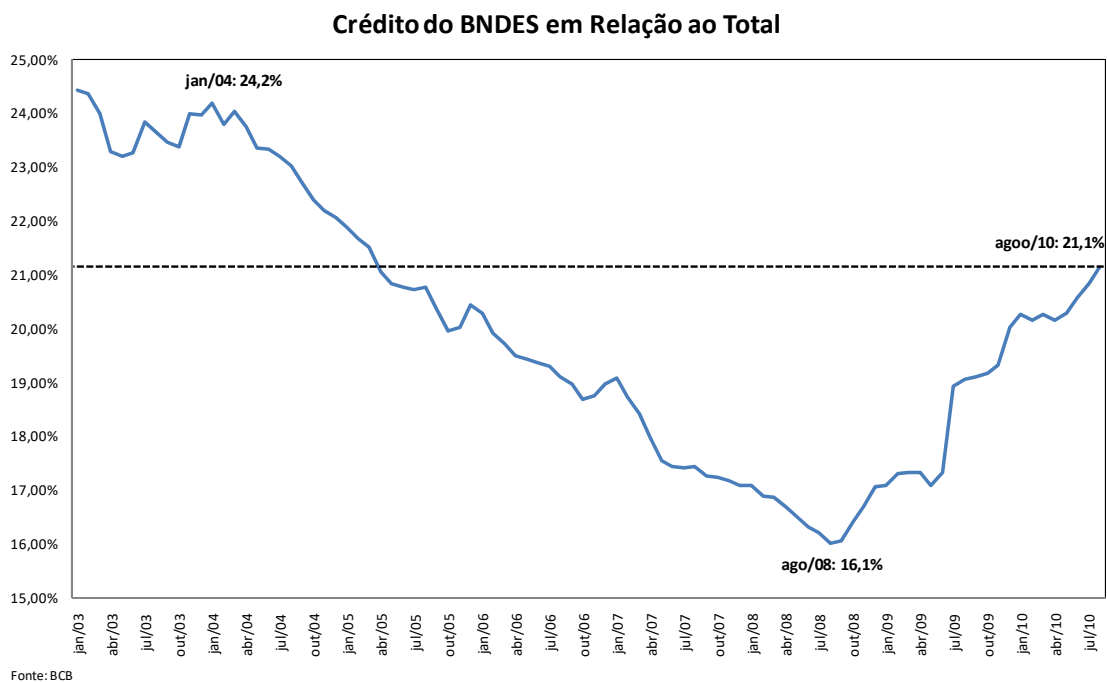
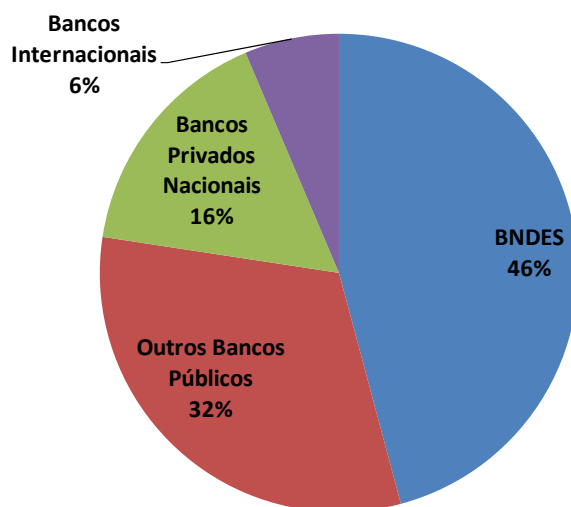


Figura 5.2

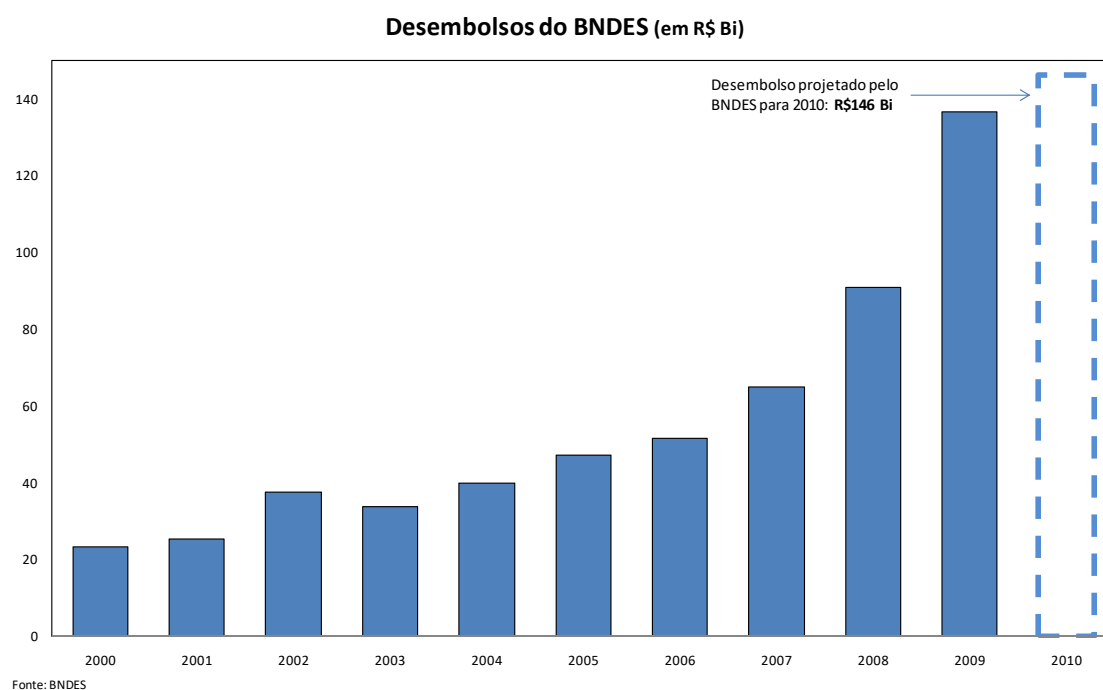
Contribuição no Incremento da Concessão Total de Crédito por Instituição Financeira no Pós-Crise (dez/08 - ago/10)



Fonte: BCB

Ainda assim, o governo insiste em ressaltar apenas os pontos positivos dos empréstimos sem fazer uma análise exata da relação custo-benefício dos mesmos. De acordo com a revista *The Economist*⁵, o “carnaval de crédito” concedido pelo BNDES tornou o banco muito grande. Essa expansão não parece parar, mesmo com a economia crescendo e dando claros sinais de recuperação. Além do crescimento de mais que 50% nos desembolsos entre 2008 e 2009, de acordo com as estimativas da própria entidade, os mesmos podem alcançar R\$ 146 Bi em 2010 (**Figura 5.3**). O BNDES é, atualmente, o principal agente da política pró-cíclica do governo. O crescimento excessivo dificulta o desenvolvimento do sistema financeiro privado, que atua basicamente no segmento de crédito ao consumidor e não financia projetos de empresas no longo prazo.

Figura 5.3



Além disso, falta transparência na maior parte das operações e muitos empréstimos favorecem apenas grandes empresas ou estão concentrados em poucos setores. Durante o governo Lula, de acordo com dados do Ibase (divulgados pela Revista Piauí)⁶ metade dos desembolsos do BNDES foram concentrados em setores como mineração, siderurgia, etanol, papel, celulose, petróleo, gás, hidrelétrica e

⁵ Ver **Nest Egg or Serpent's Egg - The Economist (05/08/10)**

⁶ Ver **O Desenvolvimentista – Revista Piauí (out/10)**

agropecuária. Cerca de 80% do total emprestado foi concedido para grandes empresas, como Petrobrás, JBS e Marfrig.

O caso mais expressivo foi o empréstimo ao setor frigorífico, mais especificamente à JBS Friboi que recebeu cerca de R\$ 11 Bi desde 2008 e em pouco tempo tornou-se a segunda maior empresa privada nacional. O maior problema é que boa parte do empréstimo não foi usada para investir e promover crescimento gerando empregos, mas sim para compra de concorrentes e consolidação setorial. Essa consolidação garantiu à empresa um poder de mercado maior, corte de postos de trabalho e aumento de preços. Nesse sentido, os empréstimos concedidos pelo próprio governo parecem não ter nenhuma contrapartida para a sociedade.

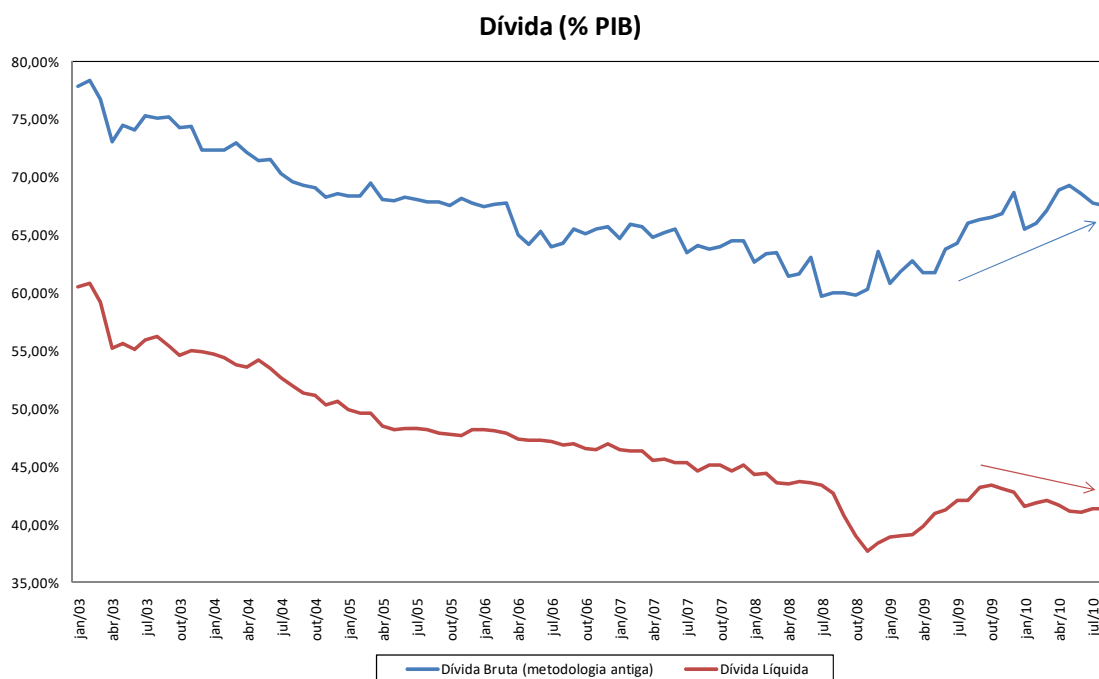
A. Criatividade fiscal e seus impactos:

O governo vem utilizando sua “criatividade fiscal” para mascarar os impactos que o aumento exagerado dos gastos públicos tem sobre a trajetória de endividamento. Seja via BNDES ou por meio de outras empresas estatais, o governo tem transformado o aumento de sua dívida em aumento de receitas futuras, atenuando os efeitos sobre as variáveis fiscais. Foi isso que aconteceu com a capitalização do BNDES e da Petrobrás. Quando o BNDES obtém lucro, a união recebe dividendos que melhoram o superávit do tesouro. Além disso, através da MP 511, é ainda possível, que parte da dívida do BNDES com a União seja adiada caso o banco tenha crédito duvidosos em projetos de infraestrutura. Já no caso da Petrobrás, a estatal pagou R\$ 75 Bi à União em dinheiro e títulos públicos pelo direito de explorar petróleo do pré-sal. Em troca, o governo desembolsou R\$ 43 Bi em ações da estatal, capitalizando a empresa. A diferença de R\$ 32 Bi foi contabilizada como receita futura. Dessa maneira, o tesouro conseguiu transformar um déficit em R\$ 5,8 bilhões no maior superávit primário em setembro (R\$ 26 Bi).

A questão é que quando o tesouro capitaliza o banco (ou outra empresa estatal) está emitindo dívida, ou seja, aumentando seu passivo, mas, ao mesmo tempo também aumenta seu ativo, pois a instituição capitalizada assume uma posição devedora contra a união. O efeito sobre a dívida líquida, portanto, é nulo. É por isso que, recentemente, o indicador de dívida líquida, tipicamente mais usado perdeu importância e o indicador de dívida bruta, que não desconta os créditos que o setor público tem a receber e inclui as

reservas internacionais, tornou-se mais razoável. A **figura 5.4** mostra a evolução recente desses dois indicadores. Apesar de o primeiro apresentar uma tendência declinante, o segundo apresenta tendência crescente, principalmente nos últimos dois anos.

Figura 5.4



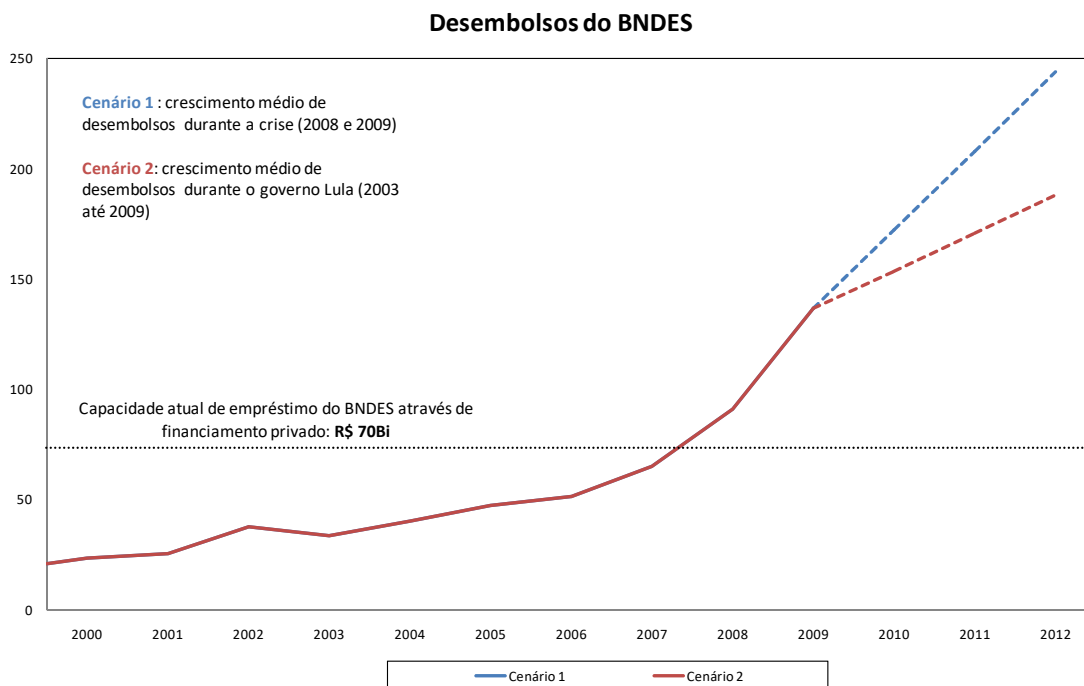
Diante disso, torna-se importante quantificar quais são os impactos da recente capitalização do BNDES sobre o endividamento brasileiro. Existem duas vias de aumento da dívida bruta quando o tesouro faz esse tipo de operação. A primeira é via emissão de dívida no valor total da capitalização. A segunda se dá via os subsídios implícitos embutidos nas operações do BNDES. De acordo com dados da **Revista Piauí**, para capitalizar o BNDES em R\$ 210 bilhões, o tesouro nacional emitiu títulos da dívida à taxa de 14,5% a.a. e o BNDES emprestou à taxa de 5% a.a, o que envolve um subsídio implícito de 9,5% a.a, ao longo de 40 anos (maturidade do empréstimo).

Projetamos, com base em dois cenários de expansão dos desembolsos, a dívida bruta para os próximos três anos. Atualmente, sabe-se que a capacidade de empréstimos do banco público é de R\$ 70 Bi por ano⁷, no entanto, desde 2008, os desembolsos ultrapassaram essa barreira, graças às capitalizações por parte do tesouro. No cenário 1, supõe-se que os desembolsos continuem crescendo à taxa observada durante a crise, isto

⁷ Ver o **Novo Empréstimo ao BNDES – Blog do Mansuetto (28/09/10)**

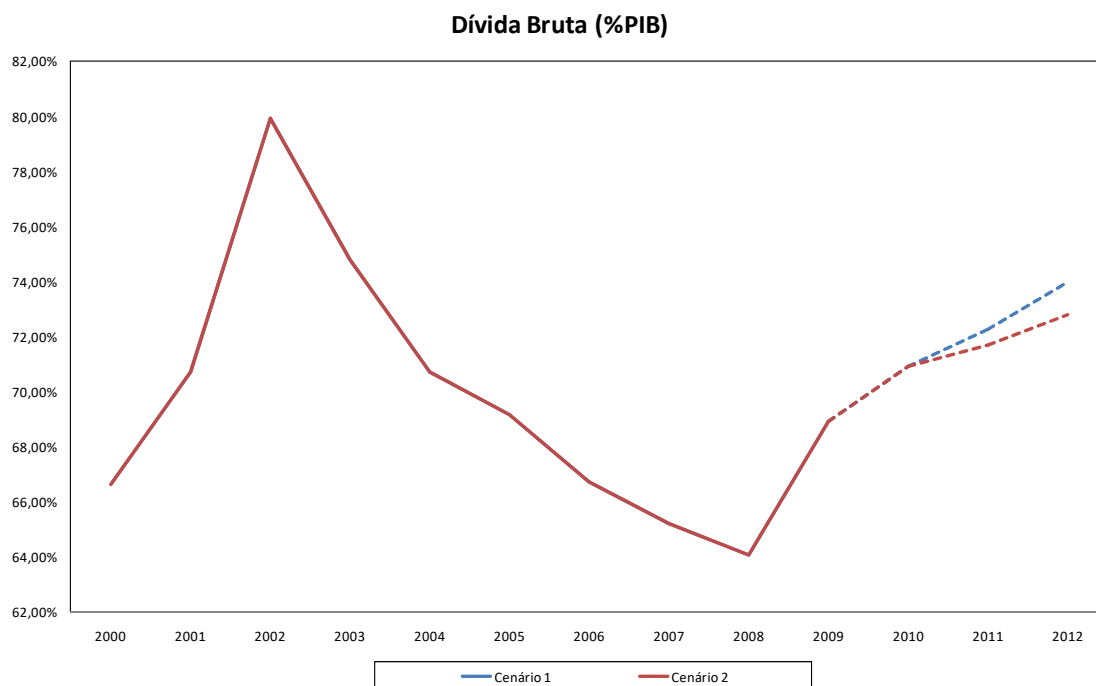
é, em 2008 e 2009, bem como a capacidade de empréstimo aumentando à mesma taxa. No cenário 2, supusemos que a velocidade de crescimento dos desembolsos se dê à taxa observada durante o governo Lula (2003 à 2009), o mesmo ocorrendo com a capacidade de empréstimo (**Figura 5.5**).

Figura 5.5



O impacto dessas trajetórias sobre a dívida é apresentado na **figura 5.6**. É importante lembrar que nessas projeções supõe-se que o *spread* entre a taxa de empréstimo do BNDES e de captação do tesouro permanece constante (em 9,5% a.a) nos próximos anos. Além disso, supõe-se que o governo vai continuar capitalizando o BNDES nos próximos anos no montante equivalente a diferença entre os desembolsos projetados e a capacidade de empréstimo a partir de financiamento privado.

Figura 5.6



Nos dois cenários, isso representa um aumento de 2 p.p. na dívida bruta já esse ano. Já cenário 1, onde a taxa de expansão dos desembolsos é maior, a dívida bruta pode alcançar 74% do PIB em 2012, tudo mais constante. No cenário 2, o aumento é mais discreto, porém não menos alarmante, fazendo com que a dívida chegue a 72,8% do PIB.

Cabe lembrar que todas as projeções foram feitas com base na metodologia antiga (até 2007) da dívida bruta. A diferença é que essa metodologia inclui os títulos em poder do banco central, enquanto a atual exclui. De acordo com o governo, essa exclusão aumenta a transparência. Segundo eles, esses títulos são concedidos ao BC não para financiar o tesouro, mas sim para permitir a execução da política monetária, já que o banco central não pode emitir títulos próprios e, portanto não devem ser considerados como aumento do endividamento. Julgamos, porém, mais adequada a metodologia antiga que inclui esses títulos.

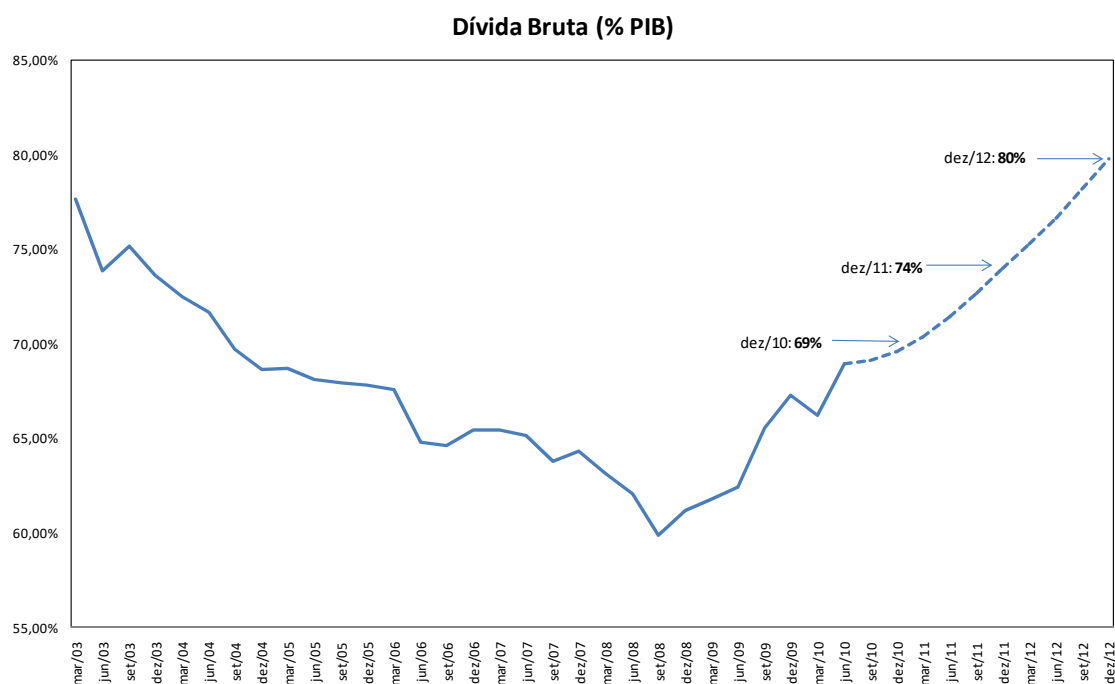
Outro exercício envolve projetar a dívida bruta com base na dívida bruta do período anterior, juros reais, crescimento do PIB e superávit primário. Ou seja, nesse caso não se considera só o aumento dos repasses do tesouro ao BNDES, mas sim todos

os outros gastos do governo. As hipóteses utilizadas e os resultados são retratados na **tabela 5.1** e na **figura 5.7**, e tem como base o último **relatório de inflação** divulgado pelo Banco Central.

Tabela 5.1

	2010	2011	2012
SELIC	10,75%	10,75%	10,75%
IPCA	5,00%	4,60%	4,40%
PIB	7,50%	3,50%	4,00%
Superávit Primário	2,50%	2,50%	2,50%
Dívida Bruta	69,58%	73,97%	79,78%

Figura 5.7



Como podemos ver a trajetória da dívida bruta brasileira, com base nas hipóteses utilizadas, pode tornar-se explosiva, podendo aumentar mais de 10 p.p. em pouco mais que dois anos.

6. Conclusão:

Ao longo de muitos anos, os bancos público brasileiros, representados pela Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES, contribuíram positivamente para o desenvolvimento do setor de financiamento de longo prazo. Desde a década de 50, inúmeros projetos de infraestrutura e industrialização foram financiados por essas instituições. Além disso, foi a partir dessas entidades que os governos puderam exercer política anticíclica quando foi necessário.

Hoje em dia, porém, o aumento do crédito público, principalmente concedido pelo BNDES coloca em risco a sustentabilidade fiscal brasileira e o regime de metas de inflação. Ainda assim, o ministro da fazenda, Guido Mantega, insiste que o aumento dos gastos públicos não tem impacto inflacionário. Em uma entrevista recente, argumentou que o aumento da inflação não é fruto do aumento das despesas públicas, sendo, dessa forma, desnecessário um controle fiscal para que os juros brasileiros possam ser reduzidos.

Além de ameaçar o sucesso do regime de metas, o aumento dos gastos coloca em risco a trajetória de endividamento, conforme foi comprovado pelas simulações realizadas no **capítulo 5**. O problema não é só o aumento da dívida. Conforme foi observado por **Garcia (2010a e 2010b)** é necessário que todas as operações realizadas entre o tesouro e o BNDES e outros órgãos estatais seja bem documentadas de forma que a sociedade civil possa ter clareza para avaliar esses repasses e exercer pressões sobre o governo, opinando sobre o destino dos recursos. Caso contrário, o risco é que se crie um orçamento paralelo, que pode trazer risco para as variáveis fiscais e para a inflação, como aconteceu na década de 80. Além disso, pouco a pouco, os indicadores fiscais brasileiros, como a dívida líquida e o superávit primário, vão se tornando menos significativos. É importante que o governo preste atenção para que as manobras recentes, que permitem ascensão dos gastos não criem no Brasil um “risco Grécia”, isto é, para que não se perca a credibilidade das variáveis fiscais, que só foram conquistadas à muito custo e depois de inúmeros *defaults*.

7. Referências Bibliográficas:

ABREU, M.P. et al. **A Ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana**, 1889-1989. Editora Campos.

ALMEIDA, M. O Novo Empréstimo ao BNDES. **Blog do Mansueto Almeida**, 28/09/2010. Disponível em <http://mansueto.wordpress.com/2010/09/28/estado-de-sao-paulo-o-novo-emprestimo-ao-bndes/>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Set, 2010. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2010&acaoAno=ABRIR&mes=09&acaoMes=ABRIR>

BNDES. **Benefícios dos Empréstimos do Tesouro ao BNDES**. Apresentação do dia 19/08/2010. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Galeria_Arquivos/apresentaxaotesouro.pdf

BOLLE, M. B. O Retorno do Crédito Público. **Carta Econômica Galanto**, nº 124. Mar. 2010.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. Federal Debt and The Risk of a Fiscal Crisis. **Economic and Budget Issue Brief**. 27/07/2010.

DIEGUEZ, C. O Desenvolvimentista. **Revista Piauí**. Outubro, 2010. Disponível em http://revistapiaui.estadao.com.br/edicao_49/artigo_1426/O_desenvolvimentista.aspx

GARCIA, M. Mais Transparência. **Valor Econômico**, 16/04/2010a. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/index.html>

GARCIA, M. Mais Transparência II. **Valor Econômico**, 13/08/2010b. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/index.html>

MINELLA, A. e SOBRINHO, N. S. Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model. **BCB - Working Paper Series 181**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps181.pdf>

NOVAES, A. Intermediação Financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional. Em **Mercado de capitais e Bancos Públicos**, Armando Castelar Pinheiro e Luiz Chrysostomo Filho (Org.). Editora Contra-Capa, 2007.

REINHART, C. e ROGOFF, K. **This Time Is Different: Eight centuries of Financial Folly**. Princeton University Press, 2010.

SCHULARICK, M. e TAYLOR, A. Credit Booms Go Wrong. **VOX**. Disponível em <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4349>

THE ECONOMIST. **Nest Egg or Serpent's Egg?** 05/08/2010. Disponível em http://www.economist.com/node/16748990?story_id=16748990&CFID=140474160&CFTOKEN=29252745.