

POLÍTICA BANCÁRIA E CRESCIMENTO ECONÔMICO: O CASO DO BRASIL EM 2004-2013

Demian Fiocca¹

RESUMO. O artigo define três fases para a história econômica do Brasil desde o Plano Real, com base no desempenho do PIB *per capita*, da Formação Bruta de Capital Fixo/PIB e da taxa de desemprego: (i) 1995-2003; (ii) 2004-2013; e (iii) 2014-2021. A caracterização dessas fases é apoiada por uma discussão preliminar a respeito de recortes temporais alternativos. A fase ii se distingue por indicadores marcadamente positivos e é o principal objeto do artigo. Uma breve seção analisa diferentes efeitos do ciclo de *commodities* e conclui que este não foi a principal causa do crescimento da fase ii. São apresentadas três referências teóricas que credenciam a política bancária como algo distinto do mero repasse da política monetária. Entre as abordagens sobre o papel dos bancos públicos, aquela que pode ser denominada como “visão de desenvolvimento” é a que mostra maior aderência à realidade brasileira. O artigo sustenta que o comportamento anticíclico dos bancos públicos deu estabilidade à expansão do crédito e assim contribuiu para o bom desempenho econômico da década de 2004-2013. Argumenta-se, ainda, que a extraordinária eficiência fiscal do crédito com juros subsidiados explica o baixo custo da bem-sucedida reação do Brasil à crise de 2009 e à crise europeia de 2011.

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

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

ABSTRACT. The article defines three phases of Brazil’s economic history since the Real Plan, based on the performance of per capita GDP, the Gross Fixed Capital Formation/GDP ratio, and the unemployment rate: (i) 1995-2003; (ii) 2004-2013; and (iii) 2014-2021. The characterization of these phases is supported by a preliminary discussion of alternative time frames. Phase ii stands out for its markedly positive indicators and is the main focus of the article. A brief section analyzes the different effects of the commodities cycle and concludes that it was not the main driver of growth during phase ii. Three theoretical references are presented, positioning banking policy as distinct from the mere transmission of monetary policy. Among the approaches regarding the role of public banks, the one that can be referred to as the “development view” is shown to be the most consistent with Brazilian reality. The article argues that the countercyclical policies of public banks provided stability to credit expansion, thus contributing to the strong economic performance of the 2004-2013 decade. It also argues that the extraordinary fiscal efficiency of subsidized credit explains the low cost of Brazil’s successful responses to the 2009 crisis and the European crisis of 2011.

Keywords: Economic History of Brazil, Economic Growth, Development, Credit, Public Banks.

JEL codes: E44, N1, O11, O47, O54

¹ Doutorando no programa de Economia, área de Economia do Desenvolvimento, FEA-USP. Foi presidente do BNDES.

INTRODUÇÃO

Na maior parte dos países ocidentais, a reação anticíclica à crise financeira iniciada em 2008 contou, tipicamente, com grandes expansões fiscais e, ainda assim, 2009 foi um ano de fortes recessões. EUA, Zona do Euro e Argentina aumentaram o gasto público, respectivamente, em 3,9, 3,9 e 5,6 pontos percentuais do PIB. Mesmo com tais expansões, sofreram recessões de, respectivamente, 2,6%, 4,5% e 5,9%. Apesar da extraordinária gravidade da crise internacional, no entanto, o Brasil conseguiu conter queda do PIB em 0,1% nesse mesmo ano. A atuação fiscal anticíclica existiu, mas foi modesta: apenas 1,9 p.p. do PIB de aumento no gasto.

A peculiaridade da reação brasileira, destoando das três referências mencionadas, pode ser explicada por uma expansão anticíclica de 3,9% do PIB no crédito, proporcionada pela política dos bancos públicos. Ainda que a bem sucedida reação à crise, expandindo a oferta de crédito, tenha recebido maior atenção nesse ano crítico, a contribuição dos bancos públicos à estabilidade macroeconômica se estendeu por período mais longo.

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

Essa abordagem converge, sob todas as variáveis mencionadas, para delimitar três períodos bastante distintos: (i) 1995-2003, (ii) 2004-2013 e (iii) uma última fase que se inicia em 2014 e cujo fim pode ser identificado em 2021 ou mesmo poderá se estender para além de 2023, dependendo do desempenho que a economia mostrar nos anos seguintes. Ao analisar a trajetória do saldo total de crédito, verifica-se que ela coincide com aquela das três variáveis anteriores. O comportamento da indústria não contradiz essa periodização.

O artigo está organizado nas seguintes seções: (I) periodização da história econômica a partir de 1995; (II) cinco “fatos fundamentais”; (III) os anos 2011-2013: estagnação ou crescimento; (IV) o impacto do ciclo de commodities; (V) breves referências teóricas sobre a oferta de crédito; (VI) a atuação anticíclica dos bancos públicos no Brasil; e (VII) considerações finais.

I - PERIODIZAÇÃO DA HISTÓRIA ECONÔMICA A PARTIR DE 1995

Entre 1930 e 1980, o crescimento médio do PIB *per capita* do Brasil foi de 3,9% (IPEADATA, 2024a). Na década de 1980, o país sofreu com a crise do balanço de pagamentos e o recrudescimento inflacionário. No início dos anos 1990, a dívida externa do Brasil foi renegociada e, em meados de 1994, foi implementado o Plano Real. Nos anos seguintes, no entanto, mesmo superados o descontrole inflacionário e a crise externa, o país não retomou seu ritmo histórico de crescimento.

Em 1995-2003, o PIB *per capita* cresceu apenas 0,8% a.a. em média. Na década de 2004-2013, a expansão média acelerou para 2,9% a.a. Mas, em 2014-2021, a variação média foi negativa em 0,8% a.a. Mesmo considerando 2014-2023, a média ainda apresentou queda de 0,2% a.a.

O ano de 2013 é o ponto mais alto da média móvel de 10 anos para o crescimento do PIB *per capita* do Brasil desde 1983. Em 2004-2013, o PIB *per capita* cresceu em 9 dos 10 anos. Algumas análises, no entanto, tratam essa década como pouco relevante. Em (BRESSER-PEREIRA, 2022), (NASSIF et al., 2020), e (LISBOA, 2016) o período que se estende do início da crise da dívida externa até os anos recentes é tratado como uma única fase econômica. Outros, como (FERRARI FL.; TERRA, 2024) adotam como marco inicial a adoção do Regime de Metas para a Inflação, em 1999, e, igualmente, consideram que, desde então, a economia estaria sob um mesmo regime de crescimento.

O artigo de (BRESSER-PEREIRA, 2022) aponta as mudanças nas condições macroeconômicas introduzidas nos anos 1990 como causas de um continuado baixo crescimento, especificamente: “a liberalização comercial (.); a liberalização financeira (...); o estabelecimento de um nível elevado de taxa de juros em torno do qual o banco central executa sua política monetária. (...); [e o] desinteresse do governo em aumentar o investimento público. (p. 517)

Já para (FERRARI FL.; TERRA, 2024), o alegado longo período de baixo crescimento pode ser atribuído à adoção de políticas baseadas no Novo Consenso Macroeconômico (NCM) e definidas pelo Regime de Metas para a Inflação, a Lei de Responsabilidade Fiscal e o câmbio flutuante.

Essas interpretações têm em comum o argumento de que as condições macroeconômicas provocaram ou acentuaram uma transformação estrutural desfavorável ao crescimento, sobretudo pela perda de participação da indústria no PIB. Ainda que análises visando a identificar grandes transformações históricas possam, naturalmente, abstrair de parte importante dos movimentos verificados em períodos menos longos, defende-se neste trabalho que ignorar um caso marcadamente diferente da tese geral resulta em perda de conhecimento valioso. O desempenho da década de 2004-2013 é um desses casos. Os resultados especialmente insatisfatórios do período que se inicia em 2014 constituem outro caso de interesse.

Não se trata aqui de invalidar a proposição de que níveis muito desfavoráveis de taxa de câmbio e tarifas possam inibir a produção doméstica e o investimento na indústria. A manutenção de taxas de juros elevadas pelo Banco Central, sim, afeta a curva de juros de longo prazo, com efeito desfavorável sobre o investimento produtivo. Baixo investimento público pode reduzir a Formação Bruta de Capital Fixo e ter efeito negativo sobre a demanda agregada.

Portanto, a crítica a interpretações que menosprezem o que descreveremos a seguir como “fatos fundamentais” não visa a negar as relações econômicas apontadas por esses autores. Visa a agregar uma necessária complexidade à interpretação. É pertinente investigar como foi alcançado desempenho marcadamente positivo nos principais indicadores econômicos e sociais durante uma década. Trata-se de alargar o conhecimento sobre um período histórico relevante, além de, eventualmente, identificar questões de interesse para a discussão de política econômica ou até mesmo de interesse teórico.

A crítica a análises que sugerem que os últimos 40 anos fossem um período homogêneo de baixo crescimento cabe também a autores simpáticos às reformas dos anos 1990, como (LISBOA, 2016. p.183), para quem o “processo de redução do crescimento dos países latino-americanos a partir dos anos 80 está diretamente associado à menor produtividade do setor de serviços”.

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

Após o ano de 2005, as políticas econômicas adotadas passariam a ser ruins, pois “as ideias econômicas defendidas por Palocci não deitaram raízes fortes. (...) A partir do final de 2005 e, de forma mais explícita, no segundo mandato, o PT voltou a desfraldar velhas bandeiras, retomando seu curso natural” (p. 379).

Na tentativa de explicar os bons resultados que, contradizendo sua tese, persistiram após 2005, o autor oferece uma retórica genérica: “[Os] frutos das políticas sensatas que haviam sido adotadas a partir de 2003 continuariam a ser colhidos por vários anos mais.” (p. 367).

Ora, o foco de (WERNECK, 2014) ao adotar 2005 como suposto ano de inflexão para as “políticas sensatas” é a gestão fiscal. Ocorre que os resultados fiscais até 2005 foram menos robustos do que aqueles registrados nos anos seguintes da década de crescimento. Entre 1995 e 2005, o superávit primário médio foi de 2,0% do PIB. De 2006 a 2013, foi de 2,6% do PIB (BCB, 2024a). O ministro Antonio Palocci participou de apenas 2 dos 10 anos de crescimento.

Dívidas podem ter efeitos mais duradouros, evidentemente. Ocorre que, também sob esse aspecto, os dados evoluíram em sentido inverso ao da argumentação de Werneck: entre dez/1994 e dez/2003, a Dívida Líquida do Setor Público *aumentou* em 74% como proporção do PIB, passando de 30,1% do PIB para 52,5% do PIB. Ou seja, no que se refere à dívida pública, a década de crescimento iniciada em 2004 foi construída apesar de um legado ruim, não como “fruto” de um legado bom.

No período 2004-2013, a política fiscal apresentou resultados melhores também no que se refere à trajetória de endividamento público. A Dívida Pública Líquida/PIB foi *reduzida* de 52,5% em dez/2003 para 31,1% do PIB em dez/2013. A Dívida Bruta do Governo Geral, por sua vez, não só diminuiu de 71,5% do PIB em dez/2003 para 59,6% em dez/2013 (BCB, 2024b), como isso ocorreu a despeito de um aumento de USD 309 bilhões nas reservas internacionais.

Outras interpretações que não resistem a um exercício contrafactual são aquelas que sustentam que, desde os anos 1980, o Brasil teria apresentado uma longa fase de *stop-and-go economics*. Ora, esse conceito trata de situações nas quais alguma limitação à expansão da oferta impede o crescimento continuado do PIB. Sucedem-se então curtos períodos contracionistas, com ampliação do hiato do produto (para conter a inflação) e curtos período de expansão (até que o hiato desapareça, voltando a causar inflação). São, tipicamente, fases de 2 a 6 semestres.

Não é possível classificar 10 anos de crescimento nesse conceito. Mesmo a queda da atividade observada em 2009, único ano sem crescimento na década, não resultou de uma contração promovida pela política econômica para reduzir demanda e frear a inflação. Tratou-se de um choque externo de natureza financeira, que, ao contrário, foi mitigado por políticas expansionistas.

Há ainda análises que perdem a perspectiva do que estamos chamando de “fatos fundamentais” quando tratam de caracterizar períodos utilizando apenas variáveis compostas por algum quociente, como produtividade ou indústria/PIB, sem explicitar a diferença entre fases nas quais numerador e denominador tenham bom desempenho e aquelas nas quais ambos apresentem resultados ruins.

Na década de 2004-2013, o número de empregos cresceu em média 2,2% a.a. (IPEADATA, 2024b) e o produto avançou 4,0% a.a.. A produtividade do trabalho assim calculada cresceu 1,8% a.a.

Em 2014-2021, a variação da população ocupada foi nula (-0,05% a.a. [IBGE, 2024a]), assim como o crescimento do PIB (-0,06% a.a.), resultando em estagnação da produtividade do trabalho. No entanto, mesmo que o PIB crescesse 1,8% a.a., equiparando a produtividade em 1,8% a.a., as duas fases econômicas não seriam similares. Alcançar um crescimento do PIB de 4,0% a.a. é muito diferente do que registrar variação de apenas 1,8% a.a.. Um período sem geração líquida de postos de trabalho é muito distinto de uma fase que registre 1 milhão a 2 milhões de novos empregos ao ano.

O mesmo equívoco interpretativo pode ocorrer se uma fase na qual a acumulação de capital e crescimento do PIB forem significativamente positivos for equiparada a períodos nos quais tanto o numerador como o denominador da FBCF/PIB tenham desempenhos insatisfatórios.

Uma descaracterização dos fatos ocorre, ainda, quando uma fase em que a indústria de transformação *cresceu* 2,6% a.a. e a indústria total *cresceu* 3,4% a.a., como em 2004-2013, é tratada como similar a outra fase na qual a indústria de transformação e a indústria total tiveram variações médias *negativas* de 1,9% a.a. e 1,3% a.a. respectivamente, como em 2014-2021 (IBGE, 2024c).

Ocorre que, neste último período, enquanto a indústria decrescia, o PIB esteve estagnado. Já na década de 2004-2013, enquanto a indústria crescia, o PIB crescia ainda mais que a indústria (4,0% a.a. em média). Assim, quem procurasse subsumir a história do desenvolvimento industrial à variação do quociente indústria/PIB poderia incorrer em erro de falso negativo, ao concluir que houvesse 18 anos de retração da indústria, quando, na realidade, houve 8 anos ao final dos quais, sim, a indústria *decreceu* 10% em termos reais (2014-2021) mas, inversamente, em outros 10 anos a indústria acumulou *crescimento* de 38% em termos reais (2004-2013).

Tais exemplos ilustram a importância de não negligenciar aquilo que estamos chamando de “fatos fundamentais” do período que se inicia com o Plano Real e se estende até a atualidade. Explicitá-los evita que, involuntariamente, alguma interpretação induza a uma percepção equivocada.

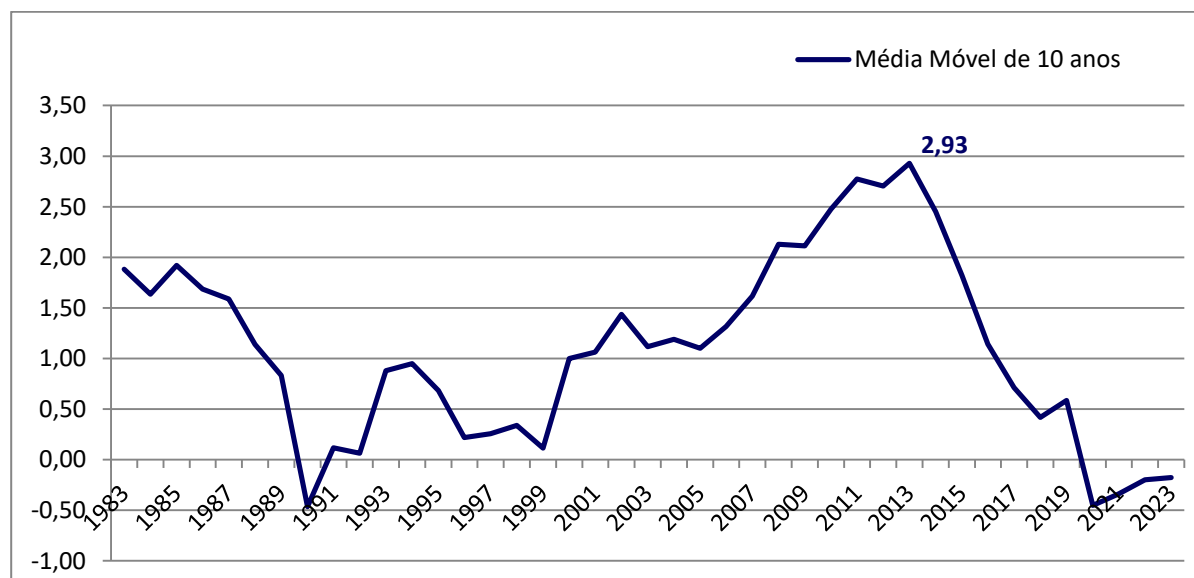
Por fim, interpretações como as de (CARVALHO, 2018), (SERRANO; SUMMA, 2015) e (CARNEIRO; SARTI; BALTAR, 2018) identificam, sim, o início de um período relevante de crescimento em 2004 e, desse modo, estão mais próximas da periodização aqui proposta. Mas adotam 2010 como marco final desse ciclo, tratando 2011-2013 como uma fase econômica distinta ou parte de uma fase distinta. Esse triênio será abordado em seção específica.

As políticas sociais, a ampliação dos investimentos públicos e das estatais, a estabilidade macroeconômica e o ciclo de *commodities* podem ser destacados como fatores que contribuíram para o período de crescimento iniciado em 2004. Este artigo não pretende apresentar uma medida específica para a contribuição de cada uma dessas políticas ou circunstâncias, mas, sim, mostrar, adicionalmente, a importância da política bancária e da atuação dos bancos públicos.

II - CINCO “FATOS FUNDAMENTAIS”

É possível destacar cinco “fatos fundamentais” que, se negligenciados, fragilizam interpretações da história econômica recente do Brasil. Trata-se das coincidentes fases de crescimento: (i) do PIB *per capita*; (ii) da Formação Bruta de Capital Fixo/PIB, (iii) do emprego, (iv) da indústria e (v) do crédito.

Gráfico 1A Brasil: média móvel de 10 anos da variação do PIB *per capita* (%)



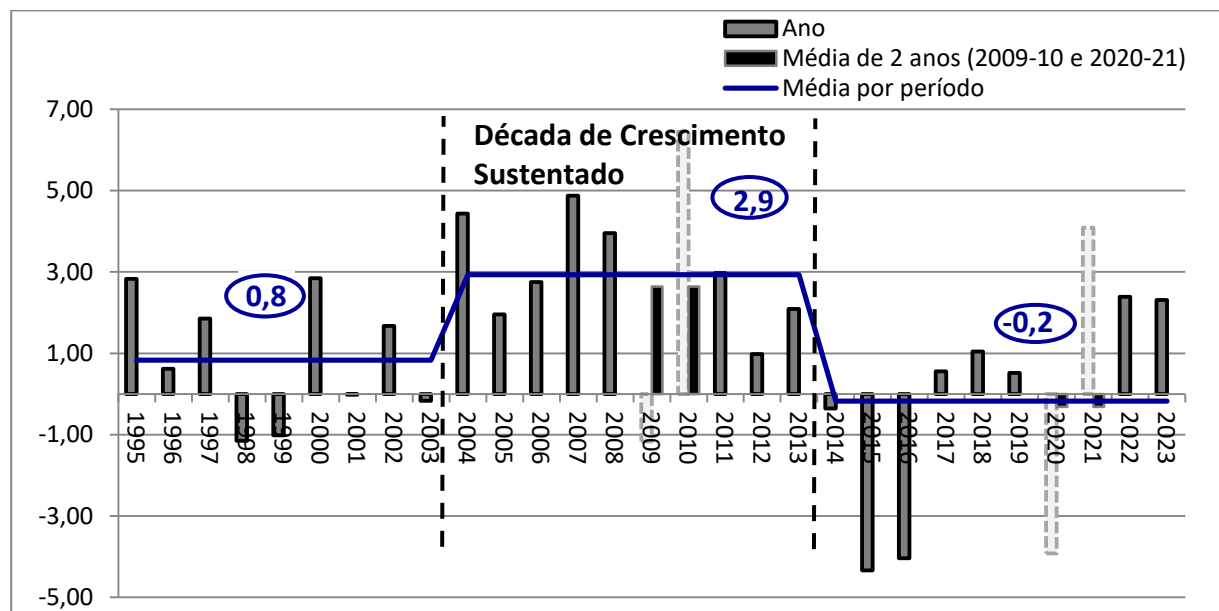
Fonte: IPEADATA. Produto Interno Bruto *per capita* (2024a)

O Gráfico 1A permite visualizar duas características importantes do crescimento econômico brasileiro dos últimos 40 anos: (a) mesmo desconsiderando variações de curto prazo do PIB *per capita* e analisando apenas médias móveis de 10 anos não é possível identificar um único regime de crescimento – ao contrário, há grande variação; (b) em determinado ponto (2013) a média móvel de 10 anos alcança nível bastante satisfatório para uma economia ocidental no século XXI: 2,9% *per capita*.

Ainda que o recorte de 10 anos seja apenas uma referência convencional, tal delimitação, como visto, coincide aproximadamente com a duração das fases da história econômica recente do Brasil.

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

Gráfico 1B. Brasil: Crescimento do PIB *per capita* (%) com médias para 2009-2010 e 2020-2021



Fonte: IPEADATA. Produto Interno Bruto *per capita* (2024a)

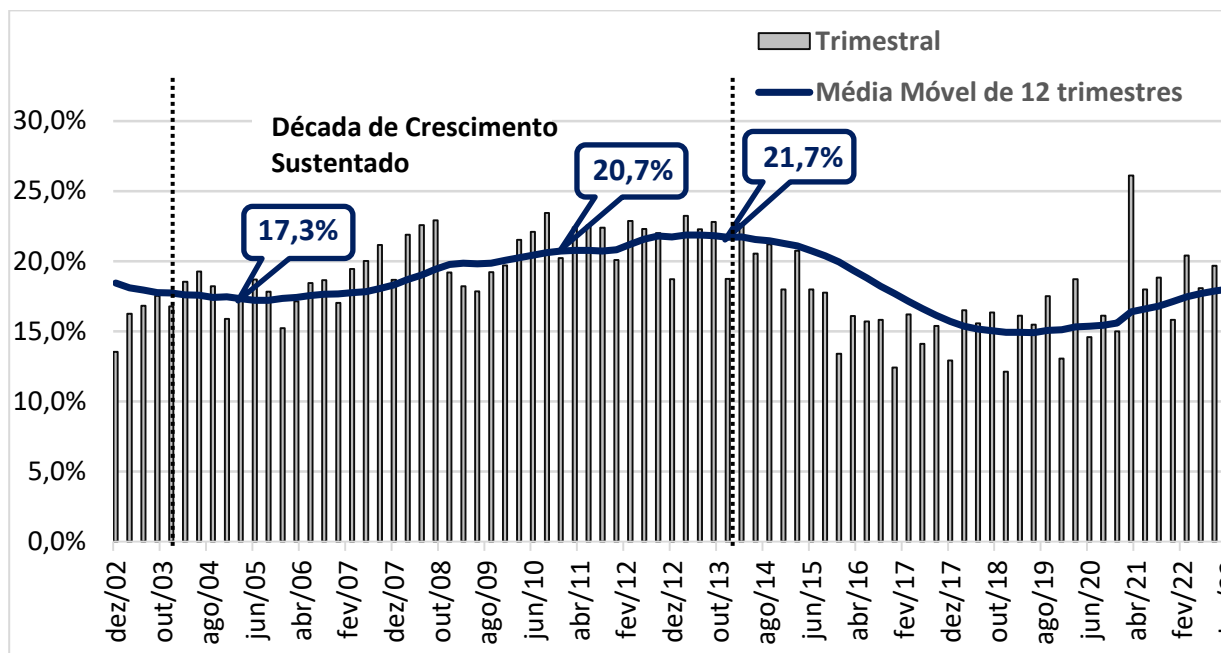
Ainda que o PIB de 2010 tenha crescido 7,5% (6,45% *per capita*), não seria razoável supor que um crescimento dessa ordem fosse representativo do período, assim como a estagnação (-0,1%) de 2009 (-1,16% *per capita*) tampouco deve ser entendida como o fim da fase de crescimento. Está claro que, em 2009, o Brasil sofreu o choque de uma crise internacional e que, inversamente, o avanço de 2010 foi possível, em grande parte, pela ocupação de capacidade ociosa criada no ano anterior.

Desse modo, é útil visualizar qual seria a tendência subjacente a esses dois anos. Afinal, foram dois movimentos temporários que se compensaram. De maneira muito simplificada, isso pode ser ilustrado pela média 2009-2010, atribuída a ambos os anos, no Gráfico 1B.

O mesmo argumento se aplica ao biênio 2020-2021. A recessão do ano de impacto da Covid-19 deveu-se a um choque externo temporário, assim como a forte aceleração de 2021 resultou, em grande parte, de medidas extraordinárias e da ocupação do hiato criado no ano anterior. Mais uma vez, foram dois movimentos temporários que se compensaram.

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

Gráfico 2 – Brasil: Formação Bruta de Capital Fixo/PIB (dados trimestrais)



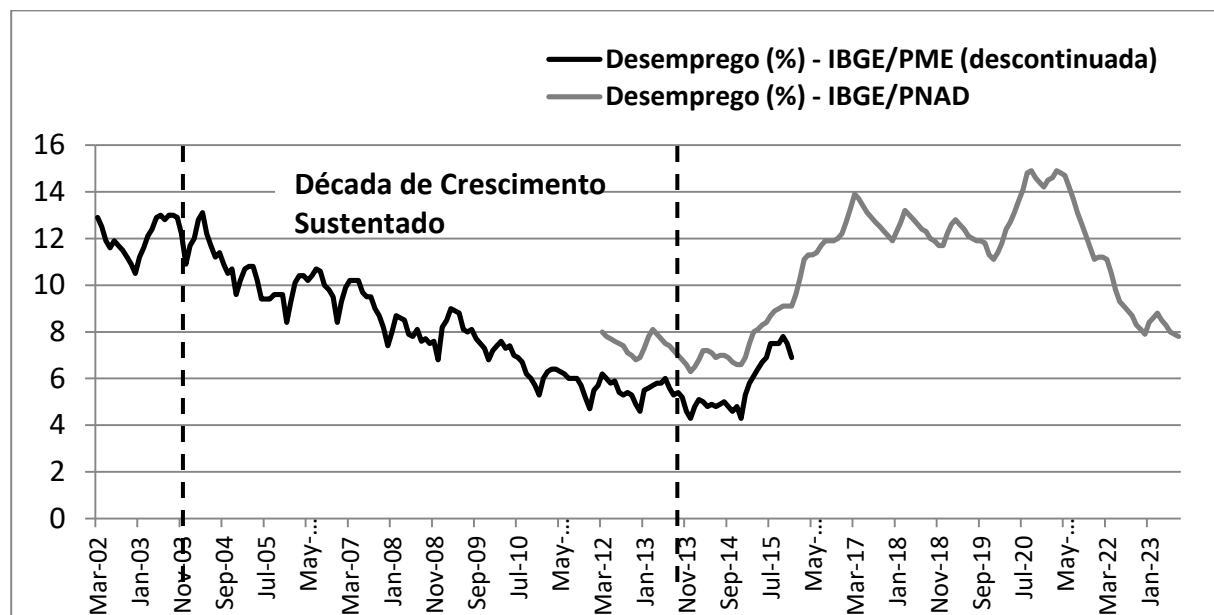
Fonte: IBGE. Série: Produto Interno Bruto - Contas Econômicas Trimestrais. (2024b)

É possível discutir se os ritmos de demanda e oferta continuariam compatíveis ou se alguma desaceleração seria necessária após 2013. Mas não é possível sustentar que aquela fase teria de ser inexoravelmente revertida por alguma inconsistência devida a uma suposta “prioridade ao consumo”, que tivesse inibido investimentos, como bem aponta Sicsú (2019).

Na Série de Contas Econômicas Trimestrais (IBGE 2024c) a expansão da FBCF/PIB se inicia em 2005 e cresce consistentemente até 2013. Como se observa no Gráfico 2, a média móvel correspondente a 3 anos mostra o triênio 2011-2013 com uma FBCF/PIB superior àquela observada nos 3 anos findos em 2010.

O Gráfico 3 mostra como o período 2004-2013 se distingue também no indicador de desemprego: a taxa foi reduzida de modo praticamente contínuo (excetuadas as oscilações sazonais) durante todos os 10 anos. A tendência cessa apenas em 2014 e se reverte em 2015.

Gráfico 3 – Brasil: Taxa de Desemprego (%)

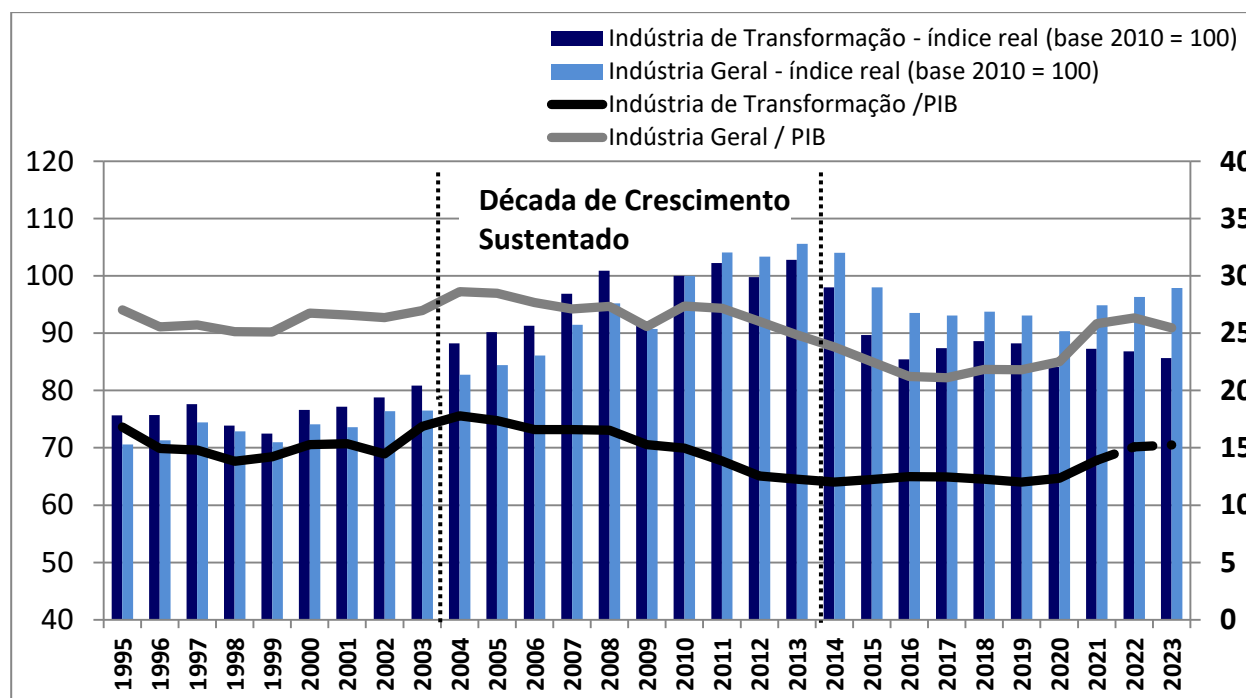


Fonte: IPEADATA. PME/IBGE e PNAD/IBGE (IPEADATA, 2024b).

O gráfico 4 permite visualizar o viés que poderia surgir ao analisar a história recente da indústria apenas pelo quociente sobre PIB. Os gráficos de barras mostram, respectivamente, a indústria de transformação e o conjunto da indústria, como números índice em termos reais (IPEADATA, 2024c). Ambos estiveram aproximadamente estagnados entre 1995 e 2001. Um movimento de crescimento se iniciou entre 2002 e 2003 e persistiu até 2013. Esse movimento foi revertido em 2014 e, à queda, segue-se um novo período de estagnação, que persiste até 2021 pelo menos.

Ainda que sejam legítimas, evidentemente, análises específicas que tenham como interesse apenas algum quociente indústria/PIB, seria enganoso, do ponto de vista histórico, “apagar” os gráficos de barras das figuras abaixo e apresentar apenas os gráficos de linha, para então concluir que o melhor período da indústria tivesse sido aquele compreendido entre 1999 e 2004; que o pior período da indústria seria aquele entre 2004 e 2014; e que a estabilidade do quociente indústria/PIB em parte dos anos que se seguem a 2013 pudesse representar algo positivo, simplesmente porque a ausência de crescimento da indústria foi acompanhada da ausência de crescimento do PIB.

Gráfico 4 – Brasil: Indústria e Indústria de Transformação. Índice real e % do PIB.

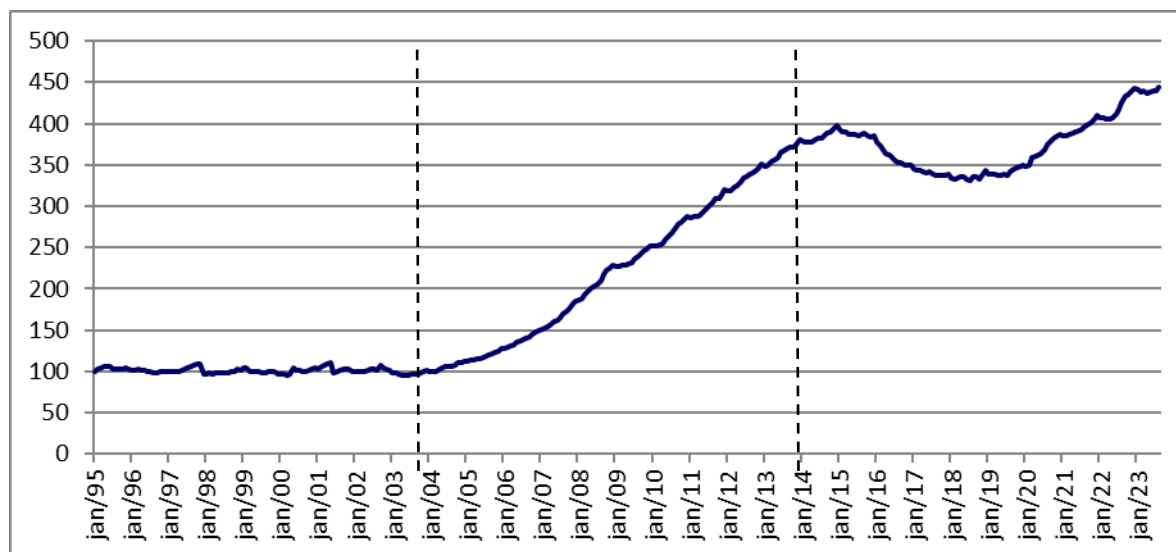


Fonte: IPEADATA, 2024c. * A série de indústria de transformação/PIB cresce em 2021-2023, diferentemente do que se esperaria de uma variação do índice da indústria inferior à variação do PIB. É possível que isso se deva a revisões metodológicas em curso. De qualquer modo, esses dois anos não alteram a análise de natureza mais geral aqui desenvolvida.

O comportamento do crédito também delimita a década de 2004-2013 como um período econômico marcadamente distinto, tanto dos anos anteriores, como da fase seguinte.

O Gráfico 5 mostra o saldo total de crédito, deflacionado pelo IPCA. A expansão inicia-se em 2004, segue em ritmo elevado e bastante regular por 10 anos e é interrompida em meados de 2014. A grande ampliação do crédito em 2004-2013 e o papel dos bancos públicos nesse movimento, como se verá adiante, estão entre os “fatos fundamentais” da história econômica recente do Brasil.

Gráfico 5 – Brasil: Índice do Saldo de Crédito Total Deflacionado pelo IPCA (Jan/1999 = 100)



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

III - OS ANOS 2011-2013: ESTAGNAÇÃO OU CRESCIMENTO

Outra maneira de verificar a propriedade de definir o marco final do período de crescimento em 2013, em vez de 2010, é avaliar especificamente os indicadores do triênio que os separam.

Uma definição mais precisa das fases econômicas não é apenas correta do ponto de vista histórico, contribui também para melhor avaliação das políticas econômicas. Tratar uma fase de crescimento como se fosse parte de um longo período de estagnação permite que políticas bem-sucedidas sejam ignoradas. Deslocar o início de uma fase de estagnação para o meio de um período de prosperidade dificulta a identificação dos fatores negativos que determinaram a estagnação. É esta a importância de definir corretamente se a fase de crescimento se encerra em 2010 ou em 2013.

Os indicadores de 2011-2013 são muito distintos da fase 2014-2021 e, principalmente, mostram-se bastante próximos das médias do período 2004-2013 (vide Tabela 1), não existindo, já sob esse primeiro olhar, razão para não tratá-los como oscilações dentro de uma mesma fase de crescimento². No que se refere à FBCF/PIB e à taxa de desemprego, dois indicadores cujos *níveis* (e não apenas as taxas de variação sobre o ano anterior) são relevantes para diferenciar fases prósperas, os anos 2011-2013 são inclusive melhores que aqueles de 2004-2010.

² O ano de 2011, por exemplo, apresentou crescimento igual ao de 2006 e superior ao de 2005 e de 2009. Marcar 2012 como o fim do ciclo, por sua vez, encontraria a dificuldade de que, em 2013, a economia voltou a acelerar. Para separar 2011 da fase anterior, algumas análises recorrem a comparações específicas com o ano de 2010, que, como visto, não pode ser considerado como representativo do período.

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

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

	Período de maior crescimento			Período de menor crescimento	
Médias anuais	2004-10	2004-13	2011-13	2014-21	2014-23
Variação do PIB <i>per capita</i>	3,3%	2,9%	2,0%	-0,8%	-0,2%
Variação da FBCF/PIB (p.p.)	0,56	0,43	0,13	-0,37	-0,44
Nível da FBCF/PIB (p.p.)	18,4	19,1	20,7	16,6	16,7
Variação do saldo total de crédito real	16%	14%	10%	1%	2%
Variação da taxa de desemprego* (p.p.)	-0,8	-0,7	-0,4	1,0	0,3
Nível da taxa de desemprego**	9,0%	8,0%	5,6%	11,4% / 9,5%**	10,9% / 9,0%**

Fontes: World Bank, Gross Fixed Capital Formation (% of GDP), série NE.GDI.FTOT.ZS. IBGE e Banco Central do Brasil: demais séries. *Para 2004-2013 utilizou-se a PME/IBGE. Para 2014-2021 foi utilizada a PNAD/IBGE, devido à descontinuação da PME. **Em uma tentativa simples de comparar médias da PME e da PNAD, os números com ** correspondem às taxas da PNAD ajustadas pela diferença média entre a PME e PNAD no período em que ambas foram publicadas (mar/2012 a dez/2015). Durante esses 34 meses, a PNAD foi maior que a PME em 1,86 p.p. em média.

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

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

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

³ Apenas para ilustrar algumas ordens de grandeza: em 2014-2021, o crescimento da população em idade de trabalhar foi de 1,2% a.a. (PNAD). Na década de 2004-2013, o emprego aumentou 2,2% a.a.. Portanto, uma estabilização da taxa de

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

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

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

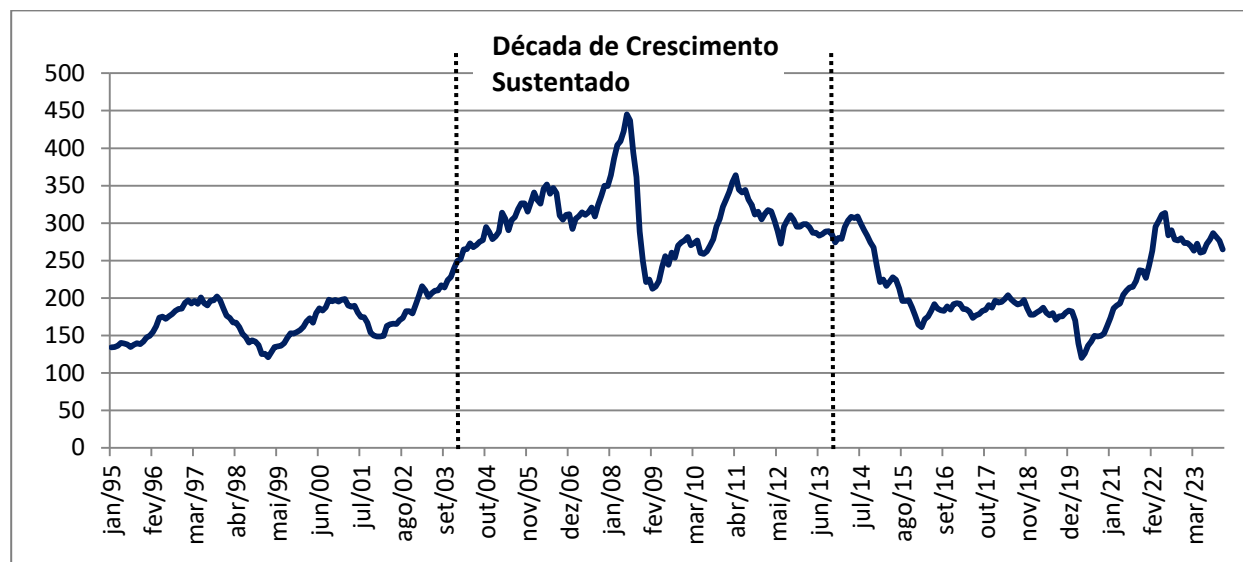
IV - O IMPACTO DO CICLO DE *COMMODITIES*

Em 2002 teve início um ciclo de alta de preços de *commodities* que durou até o terceiro trimestre de 2014 (Gráfico 6), com impacto positivo sobre as exportações de grãos, minérios e petróleo do Brasil. Tal fato ampliou a margem de manobra da política econômica no período. Mas sua contribuição à fase de crescimento do PIB que se inicia em 2004 requer importante qualificação.

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

desemprego a partir de 2004 poderia explicar, no máximo, uma desaceleração de 1% a.a. do PIB: de 4% a.a. para 3% a.a. No entanto, como o maior nível de FBCF/PIB, se também mantido, tenderia a elevar a produtividade, esse 1% a.a. de redução no crescimento ainda seria parcial ou totalmente compensado. Ou seja, nesse exercício simples de fatores de oferta, nada indica uma necessidade de passar a crescer em ritmo abaixo de algo como 3,5% a.a. após 2013.

Gráfico 6 – Índice de preços de commodities (CRB - Média Mensal, 1967=100)



Fonte: *Commodity Research Bureau*. (2024)

A contribuição do setor externo como elemento autônomo de expansão ou contração do PIB pode ser aferida, portanto, pela variação do saldo comercial. Como se observa na Tabela 2, tal contribuição foi significativa apenas nos dois anos iniciais da fase de crescimento, em 2004 e 2005. Nos demais 8 anos, a contribuição do saldo comercial foi pequena e mais negativa do que positiva.⁴

Assim, o crescimento do PIB na década de 2004-2013 não é explicado fundamentalmente pelo setor externo e, portanto, seus motores devem ser buscados em outras circunstâncias e políticas. Mas o elevado preço de *commodities* teve, sim, efeito importante em outras variáveis do período.

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

Mesmo retirando do mercado grande parte do excesso de divisas, no entanto, a mitigação da tendência de apreciação cambial foi apenas parcial. Entre 2006 e 2014, a taxa de câmbio manteve-se mais apreciada, em termos reais, do que antes do Plano Real.⁵ Na ausência dessa apreciação cambial, a indústria poderia ter crescido mais. Este foi um terceiro efeito da alta das *commodities*, ainda que,

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

⁵ O valor médio do Índice de Câmbio Real do BCB nos anos 2006-2014 foi de 87,2. A intensidade da “âncora cambial” no controle da inflação nesse período foi significativa, porém menos intensa do que nos anos 1995-1999, quando a apreciação foi mantida por meio de intervenções do Banco Central no mercado e o Índice de Câmbio Real médio ficou em 70,4.

como visto, o robusto crescimento do PIB em 2004-2013 tenha feito com que, mesmo perdendo participação, a indústria ainda tivesse muito melhor desempenho do que nas outras duas fases.

Tabela 2. Brasil: impacto do ciclo de commodities, indicadores selecionados

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

Fontes: IBGE e Banco Central do Brasil.

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

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

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

V - BREVES REFERÊNCIAS TEÓRICAS SOBRE A OFERTA DE CRÉDITO

Existem diferentes proposições teóricas sobre os fatores que determinam variações no volume de crédito, assim como sobre a direção de causalidade entre a expansão do crédito, o investimento e a atividade econômica.

Um primeiro conjunto de abordagens corresponde a modelos do *mainstream* que adotam a hipótese de que não há diferença significativa entre o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros e que tampouco existe restrição de acesso ao capital de terceiros. O comportamento do crédito não é tratado como uma variável relevante na determinação do investimento ou do produto.

Um segundo conjunto corresponde aos autores da escola pós-keynesiana horizontalista. Nestas abordagens, o custo do crédito é geralmente determinado por um *spread* com natureza de *mark-up* cobrado pelos bancos sobre o nível da taxa básica de juros. A expansão do crédito não está sujeita a restrições quantitativas e seu volume é determinado pela demanda.

O entendimento aqui adotado, diferente das duas abordagens acima, é que o comportamento da oferta de crédito é relevante e pode, sim, ser afetado, não só pela taxa básica de juros definida pelo Banco Central, como também por variações nas condições da oferta de crédito realizadas pelo sistema bancário, o que estamos denominando de política bancária.

Entre as abordagens teóricas que atribuem papel relevante a variações nas políticas bancárias há aquelas para as quais tais variações ocorrem apenas por meio de alterações nos *spreads* e aquelas que preveem também a existência de limitações de quantidade.

Uma das principais referências para a possibilidade de que existam limitações à quantidade de crédito ofertado é Stiglitz e Weiss (1981), que apresenta fundamentação microeconômica para a existência do racionamento de crédito, baseada em informação incompleta e em problemas de agência.

Resumidamente, como o retorno esperado dos bancos em seus empréstimos não resulta apenas da taxa de juros, mas também da probabilidade de *default*, tal retorno não cresce monotonicamente com a elevação da taxa de juros contratada. Segundo os autores, essa situação tampouco é necessariamente revertida por uma eventual elevação das exigências de garantia/empréstimo ou capital/empréstimo, por também estarem sujeitas a falhas de mercado.

A eventual elevação das taxas de juros requeridas e mesmo eventuais exigências de redução de alavancagem estão sujeitas a efeitos de seleção adversa e de incentivos adversos. Assim, o mercado de crédito pode atingir o equilíbrio com parte da demanda insatisfeita, ou seja, em situação de racionamento de crédito:

“Potential borrowers who are denied loans would not be able to borrow even if they indicated a willingness to pay more than the market interest rate, or to put up more collateral than is demanded of recipients of loans. Increasing interest rates or increasing collateral requirements could increase the riskiness of the bank's loan portfolio, either by discouraging safer investors, or by inducing borrowers to invest in riskier projects, and therefore could decrease the bank's

profits. Hence neither instrument will necessarily be used to equate the supply of loanable funds with the demand for loanable funds.” (STIGLITZ; WEISS, 1981. p.408)

Entre as referências pós-keynesianas mais recentes, uma síntese da abordagem que nos parece mais adequada à análise aqui pretendida é encontrada em Paula (2022). A política bancária pode afetar a oferta de crédito porque os bancos estão sujeitos a gradações de preferência pela liquidez:

“[C]onsiderando que o estado de expectativas reflete-se no ciclo econômico, em que há mais confiança nos prognósticos durante a fase expansionista, e menor segurança com relação às projeções na fase contracionista, instituições financeiras, em geral, e bancos, em particular, reagem de formas diferentes, de acordo com as fases desse ciclo.” (PAULA, 2022, p. 296)

Isso contribui para movimentos de aceleração e desaceleração da atividade:

“Enquanto, na fase expansionista, os bancos têm um papel central em sancionar as demandas por crédito das firmas, na fase descendente, na medida em que adotam estratégias mais defensivas, amplificam o quadro de desaceleração, podendo mesmo contribuir para a formação de uma crise. Isso ocorre porque as instituições bancárias passam a expressar sua maior preferência pela liquidez, (...) o que faz declinar a oferta de crédito aos seus clientes (...) Os bancos poderão não atender parte da demanda por crédito.” (PAULA, 2022, p. 298-299)

Por fim, o trabalho de Bernanke et al. (1999) pode ser considerado como referência de abordagem que incorpora ao *mainstream* o impacto de alterações nas condições de oferta de crédito:

“While it seems that there has always been an empirical case for including credit-market factors in the mainstream model, early writers found it difficult (...) As a result, advocacy of a role for these factors in aggregate dynamics fell for the most part to economists outside the US academic mainstream, such as Hyman Minsky (...) However, over the past twenty-five years, breakthroughs in the economics of incomplete and asymmetric information (...) have made possible more formal theoretical analysis of credit-market imperfections.” (p. 1344)

O artigo aponta que, já em 1999, o FED atribuía papel relevante à oferta de crédito:

“Contemporary macroeconometric forecasting models, such as the MPS model used by the Federal Reserve, typically do incorporate factors such as borrowing constraints and cash-flow effects.” (p. 1344)

Assim como em Paula (2022), também em Bernanke et al. (1999) o comportamento da oferta de crédito é alterado quando ocorrem variações no patrimônio líquido dos agentes.

Mas, enquanto Paula trata do impacto de alterações no valor dos ativos dos bancos sobre sua disposição a emprestar, Bernanke et al. constroem modelo no qual o impacto mais relevante de alterações no valor de ativos ocorre nas empresas, que então passam a ser avaliadas como mais arriscadas pelos bancos. Com esse maior risco, as empresas deparam-se com trechos mais acentuados da curva de *spreads* que caracterizaria a oferta de crédito. Esse custo mais elevado então reduz a quantidade de crédito demandada:

“[C]apital expenditures by each firm are proportional to the net worth of the owner/entrepreneur (...) [The] entrepreneur (...) is constrained from raising the size of the firm indefinitely by the fact that expected default costs also rise as the ratio of borrowing to net worth increases.”
(BERNANKE et al. 1999. p. 1353)

As três abordagens, de Stiglitz e Weiss, de Paula e de Bernanke et al. conferem base teórica para que se considere que variações nas práticas ou políticas bancárias – como algo distinto de variações na política monetária – tenham impacto sobre o custo e o volume de crédito disponível e, assim, sobre o investimento agregado e o nível de atividade.

No que se refere à bibliografia específica a respeito da atuação de bancos públicos, Yeyaty et al. (2007, p. 210) identificam quatro abordagens: (i) a visão social, relacionada ao financiamento de projetos de baixa lucratividade, mas elevado retorno social; (ii) a visão de desenvolvimento, que lhes atribui o papel de suprir capital para setores nos quais há escassez, endereçando um problema de mercados incompletos; (iii) a visão política, contrária à existência de bancos públicos, na linha da captura por grupos políticos; e (iv) a visão de agência, que aborda a questão como um *trade-off* entre ganhos de alocação e ineficiências operacionais.

Com argumentos da visão de desenvolvimento e da visão social, Hermann (2011, p. 11) sustenta que bancos públicos têm papel fundamental no financiamento de investimentos sujeitos a maior incerteza, especialmente aqueles de longo prazo e em setores inovadores.

Mendonça e Deos (2017, p. 14) corroboram a visão do desenvolvimento e atribuem aos bancos públicos, adicionalmente, uma função de regulação da competição em mercados financeiros oligopolizados e uma função de estabilização macroeconômica, seja ao mitigar tendências de fragilização financeira, seja ao atuar anticíclicamente.

No mesmo sentido, tendo como referência os EUA, Marshall e Rochon (2019) argumentam que sistemas financeiros puramente privados sujeitam as autoridades a gigantescos desembolsos de

recursos para preservar a estabilidade do sistema em situações de crise, como a de 2008, sem que a destinação de tais recursos seja pautada pelo interesse público. Uma participação relevante de bancos públicos corrigiria essa situação e é defendida pelos autores como um instrumento de política econômica que pode ser usado inclusive com maior precisão do que as políticas fiscal e monetária.

Feil e Feijó (2021, p. 56) endossam o papel anticíclico dos bancos públicos e sublinham que, na medida em essa atuação reduza a amplitude dos ciclos, ela tem ainda o efeito de contribuir para preservar a confiança no processo de crescimento econômico e, assim, favorecer as decisões de investimento. Destacam também o papel de promoção de mudança estrutural, seja no *catching up* de países em desenvolvimento, seja na transição para economias mais sustentáveis (p. 56).

VI - A ATUAÇÃO ANTICÍCLICA DOS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL

A configuração do setor bancário brasileiro, na qual bancos privados e bancos públicos têm participações da mesma ordem de grandeza⁶ faz com que políticas bancárias adotadas pelas instituições financeiras públicas possam ter papel muito relevante no investimento e no nível de atividade.

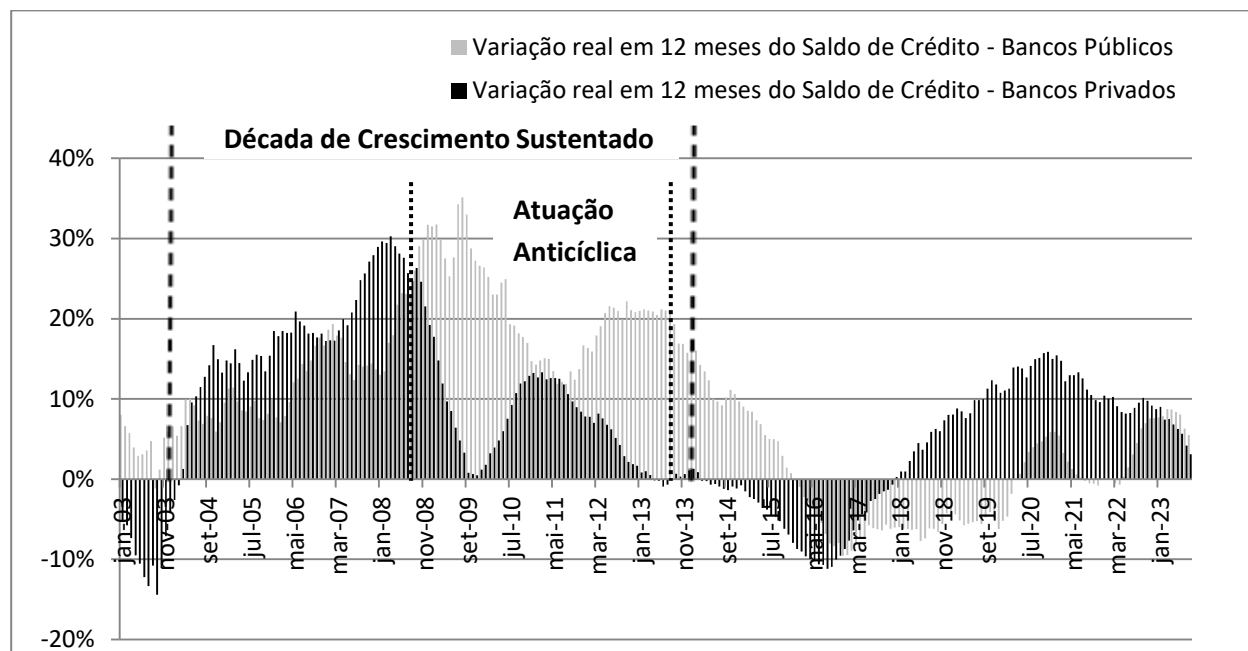
A atuação anticíclica dos bancos públicos entre fins de 2008 e 2013 fez com que se pudesse observar claramente o efeito de políticas bancárias distintas entre os dois grupos de bancos, uma vez que a influência da política monetária e das demais condições da economia são comuns a ambos.

A crise do *subprime* de 2008-2009, bem como a crise do Euro em 2011 atingiram a economia internacional e deprimiram o estado de confiança dos bancos também no Brasil. No modelo de Stiglitz e Weiss, elevaram a percepção de risco, reduzindo o valor presente dos ativos das empresas e, assim, a quantidade de crédito ofertada; nos termos de Paula, aumentaram a preferência pela liquidez dos bancos; no modelo de Bernanke *et al.* elevaram *the expected default costs* e, assim, os *spreads* cobrados.

Qualquer que seja o modelo teórico subjacente, fato é que essas variações no estado de confiança conduziram a dois movimentos de desaceleração na oferta de crédito pelos bancos privados, um iniciado em 2008 e outro em 2011. Assim, os dez anos de relativa estabilidade na expansão do crédito total (Gráfico 5) somente foram alcançados devido à atuação anticíclica dos bancos públicos (Gráfico 7), como resultado de diretrizes de política econômica que os distinguiram do padrão tipicamente pró-cíclico do sistema bancário privado.

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

Gráfico 7 – Brasil: Variação de 12 Meses do Saldo de Crédito, Deflacionado pelo IPCA



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

Como se observa no Gráfico 7, um primeiro movimento significativo é a reversão de tendência no crédito dos bancos privados entre 2003 e 2004. É possível atribuir tal movimento principalmente à melhoria no estado de confiança e seus efeitos tanto sobre a demanda de crédito, como sobre a oferta de crédito.⁷ O ambiente positivo se estenderia por cinco anos, compatível com uma “baixa preferência pela liquidez” dos bancos. Entre dez/2003 e set/2008, os bancos privados lideraram a expansão, com crescimento real de 20% a.a. O crédito dos bancos públicos cresceu à taxa real de 14% ao ano, contribuindo para moderar a taxa de crescimento total. (BCB. 2024d)

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

Mas as diretrizes para os bancos públicos foram no sentido de evitar a interrupção súbita da oferta de crédito. Contando inclusive com aportes do Tesouro ao BNDES, os bancos públicos mantiveram a trajetória de expansão. Seu saldo de crédito cresceu 21% nos mesmos 9 meses.

⁷ Medidas de natureza legal e regulatória favoráveis à atividade creditícia também contribuíram para o período de expansão. Ao longo de 2003 e 2004 foram criados o crédito consignado, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito Agrícola (LCA), além do instituto do patrimônio de afetação para o financiamento imobiliário.

Com o sucesso da estratégia anticíclica, apoiada também em outras medidas de política econômica, o impacto da crise no Brasil foi fortemente mitigado e começou a ser revertido em apenas três trimestres. A partir de jul/2009, o crédito privado retomou a expansão.

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

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

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

Tabela 3. Brasil: saldo de crédito por tipo de controle dos bancos

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

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

A demanda adicional que resultou da política adotada pelos bancos públicos pode ser calculada pela diferença entre a expansão viabilizada pelos financiamentos efetivamente concedidos e aquela que resultaria se os bancos públicos crescessem à mesma taxa dos bancos privados. Como se observa na tabela 3, essa diferença foi de 4,1% do PIB nos 4 trimestres após a crise.⁸

A atuação anticíclica dos bancos públicos não se esgotou nos trimestres imediatamente seguintes à falência do Lehman Brothers. A velocidade de expansão foi progressivamente reduzida até

⁸ Vale notar que tal diferença deve ser atribuída à distinção entre as políticas bancárias e não a um *crowding out* por meio de taxas de juros mais baixas, uma vez que os bancos privados tiveram acesso ao *funding* e às taxas favorecidas do PSI, o grande programa do BNDES à época. Também o Minha Casa, Minha Vida, principal programa habitacional, estabeleceu as mesmas condições favoráveis para todos os bancos, não apenas para a Caixa Econômica Federal.

que, em meados de 2011, a grave crise financeira da Zona do Euro provocasse um novo aumento da aversão a risco e da preferência pela liquidez dos bancos privados. A oferta de crédito pelos bancos privados brasileiros sofreu nova freada: a variação de 12 meses do crédito privado em termos reais caiu de 13% positivos em jun/2011 para 1% negativo em jun/2013. No mesmo período, os bancos públicos, mais uma vez aumentaram então sua taxa de expansão: de 12% para 21%.

Pela segunda vez, portanto, a política anticíclica estabilizou a expansão do crédito, contribuindo para o contínuo crescimento do investimento e do PIB que caracterizaria a década de 2004-2013.

Em 2014, a expansão do crédito pelos bancos privados continuou próxima de zero e, nos bancos públicos, desacelerou gradualmente, mantendo patamar de 10% no segundo semestre. A expansão total do crédito terminou 2014 no modesto ritmo de 5%. Chegou ao fim, então, o longo ciclo de crédito. Em 2015, a variação entrou no campo negativo nos dois conjuntos de bancos.

Políticas anticíclicas de sustentação da atividade por meio de bancos públicos apresentam uma extraordinária eficiência fiscal. Esta é uma agenda ainda a ser desenvolvida, mas um exemplo muito simplificado serve de ilustração: o efeito expansivo inicial de um investimento de \$100 viabilizado por um financiamento com subsídio total de \$20 é, evidentemente, muito superior a uma simples expansão fiscal de \$20. Isso somente não ocorreria se, mesmo sem o financiamento subsidiado, mais de 80% dos projetos já fossem realizados. Alguns estudos empíricos sobre os financiamentos do BNDES encontram “adicionalidade” da ordem de 50%⁹. Nessa ordem de grandeza, um subsídio total de \$20 resulta em expansão líquida de \$50, uma eficiência correspondente a 250% daquela de igual expansão fiscal.

Tabela 4. Brasil: expansão econômica viabilizada pela diferença entre a política bancária dos bancos públicos e aquela dos bancos privados

	Taxa de expansão do crédito nos bancos privados	Taxa de expansão do crédito nos bancos públicos	Volume de crédito resultante da diferença entre as taxa de expansão dos bancos públicos e aquela dos bancos privados	
Set/2008 a Set/2009	5,2%	38,8%	R\$ 132 bi.	4,1% do PIB
Set/2009 a Dez/2010	23,9%	30,5%	R\$ 36 bi.	0,8% do PIB
Dez/2010 a Dez/2011	14,8%	24,3%	R\$ 67 bi.	1,5% do PIB
Dez/2011 a Dez/2012	7,6%	27,9%	R\$ 179 bi.	3,7% do PIB
Dez/2012 a Dez/2013	7,0%	22,6%	R\$ 177 bi.	3,3% do PIB
Set/2008 a Dez/2013				13,4% do PIB

⁹ Para o período 2002-2016, (BARBOZA E VASCONCELOS. 2019. p. 232) encontram “adicionalidade” de 46%: cada \$100 em financiamento do BNDES eleva o investimento em \$46. Em estudo mais focado nos anos da crise, (MACHADO et al. 2014, p. 13) estimam “adicionalidade” dos desembolsos do PSI para o investimento de 118% em 2009 e 58% em 2010.

A tabela 4 mostra os resultados obtidos quando se realiza uma simulação para a diferença entre a taxa de expansão dos bancos privados e aquela dos bancos públicos para todo o período compreendido pelos dois movimentos anticíclicos dos bancos públicos.

Em uma simulação muito simplificada é possível obter uma ordem de grandeza do ganho fiscal alcançado nesses 5 anos de atuação anticíclica dos bancos públicos, mesmo considerando não apenas o custo do subsídio aplicado à parcela anticíclica dos financiamentos (que foi estimada na coluna 3 da Tabela 4), mas considerando o custo do subsídio total dos financiamentos do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) do BNDES e da FINEP – o principal programa do banco à época. Esse custo foi calculado, ano a ano, pelo Tesouro Nacional (2023. p. 4).

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

Tabela 5. Brasil: custo fiscal da atuação anticíclica via crédito e via expansão fiscal: exercício para 2009-2013 (R\$ bilhões)

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

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

No caso da alternativa de expansão fiscal, sempre de modo extremamente simplificado, supondo que a “adicionalidade” dos financiamentos do PSI tenha sido de 50% e que, portanto, uma expansão fiscal de apenas 50% da atuação anticíclica dos bancos públicos teria efeito equivalente, é possível calcular o custo da alternativa de gastos aplicando a mesma taxa Selic, até 2023, a esse montante de gastos fiscais, sem acréscimo qualquer. Essas simulações são apresentadas na Tabela 5.

Ainda que as simulações apresentadas na Tabela 5 sejam extremamente simplificadas, elas confirmam que atuações anticíclicas patrocinadas por meio da expansão do crédito por bancos públicos apresentam eficiência fiscal muito superior à alternativa de expansão fiscal por meio de gasto público. O custo da alternativa creditícia é da ordem de 1/3 da alternativa de gasto ou, inversamente, o impacto do crédito é da ordem de 300%, para um mesmo custo. De fato, não se trata de um resultado surpreendente, uma vez que, mesmo existindo um subsídio na taxa de juros, quando o instrumento utilizado é o crédito, o principal é retornado, ao passo que o gasto público é não reembolsável.

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

Esse risco de perda de eficiência no elo entre o Banco Central e o sistema bancário não ocorre, no entanto, se o instrumento de expansão for *diretamente* o financiamento às unidades produtivas, realizado diretamente por bancos públicos. Nenhuma expansão monetária ocorre e nenhum subsídio é concedido a não ser que estejam associados à efetiva realização de um investimento, como se dá, tipicamente, nos financiamentos do BNDES ou da Caixa Econômica Federal.

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

VII - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base em critérios econômicos objetivos, foram identificadas três fases no desempenho da economia brasileira desde a estabilização dos preços: (i) 1995-2003; (ii) 2004-2013; e (iii) e 2014-2021, estando esta última sujeita a reavaliação do marco final.

Em uma breve revisão de referências bibliográficas são apontadas algumas fragilidades no uso de marcos temporais diferentes. Argumenta-se que, para a história econômica, não é adequado

negligenciar fases delineadas pelo comportamento do PIB *per capita*, da FBCF/PIB, do desemprego, da indústria e do crédito, fases às quais nos referimos como “fatos fundamentais” do período. A fase (ii) se destaca pelo desempenho positivo e, também, como caso histórico de especial interesse para a análise do papel que as políticas bancárias podem ter na sustentação do investimento e da atividade.

Ainda na análise voltada à periodização, argumenta-se contrariamente à ideia de que haja relação causal entre a moderada desaceleração econômica dos anos 2011-2013 e a estagnação dos oito anos seguintes ou a recessão de 2015-2016.

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

Uma apresentação muito sintética de referências bibliográficas apresenta três credenciais teóricas para o conceito de que as políticas bancárias têm um papel próprio na determinação das condições de crédito. Entre as referências específicas sobre o papel dos bancos públicos, nem todas são compatíveis com a natureza da atuação dessas instituições no Brasil. A abordagem de maior aderência é aquela que Yeati et al. (2007) identificam como “visão de desenvolvimento”.

Sustenta-se que a atuação anticíclica dos bancos públicos no Brasil estabilizou o crescimento da oferta de crédito total e, assim, a trajetória do investimento e do PIB. Algumas simulações simplificadas buscam corroborar a intuição de que o custo fiscal do crédito subsidiado é extraordinariamente baixo, quando comparado à expansão fiscal típica, à qual tiveram que recorrer outros países.

De modo geral, o artigo visa a contribuir para que o papel da oferta de crédito e dos bancos públicos venha a ser incorporado mais amplamente à história econômica recente do Brasil. O caso brasileiro é interessante também como objeto de investigação por apresentar uma configuração próxima do equilíbrio entre bancos públicos e privados no crédito total, o que permite capturar melhor a eficácia das políticas bancárias do setor público como instrumento de política econômica.

REFERÊNCIAS

BARBOZA, R.; VASCONCELOS, G. F. R. Measuring the aggregate effects of the Brazilian Development Bank on investment. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 47, p. 223–236, 1 jan. 2019.

BCB. Banco Central do Brasil. Série 6805: NFSP com desvalorização cambial (% PIB), Resultado primário do setor público consolidado, acumulado no ano; e série 17244: Resultado primário do setor público consolidado com Petrobras e Eletrobras (12 meses). <http://www.bcb.gov.br>. 2024a.

BCB. Banco Central do Brasil. Para Dívida Líquida: séries 16845 e 4536. Para Dívida Bruta: série 4537. <http://www.bcb.gov.br>. 2024b.

BCB. Banco Central do Brasil.. Série 20539: *Saldo da carteira de crédito, Total, R\$ milhões*. <http://www.bcb.gov.br>. 2024c.

BCB. Banco Central do Brasil. Série 2007: *Saldos das operações de crédito das instituições financeiras sob controle público, R\$ milhões*; e série 2043: *Saldos das operações de crédito das instituições financeiras sob controle privado, R\$ milhões*. <http://www.bcb.gov.br>. 2024d.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. Chapter 21 The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Em: **Handbook of Macroeconomics**. [versão submetida] Elsevier, 1999. v. 1p. 1341–1393.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Quase estagnação no Brasil e o novo desenvolvimentismo. **Revista de Economia Política**, 42(2), 503-531. DOI: 10.1590/0101-31572022-3328. 2022.

CARNEIRO, R. et al. **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora UNESP, 2018.

CARVALHO, L. **Valsa brasileira: do boom ao caos**. São Paulo: Todavia, 2018.

CEIC. <https://www.ceicdata.com/pt/country/brazil>. 2024.

COMMODITY RESEARCH BUREAU. Série: CRB Futures and Spot Indices - Média Mensal (2024)

EUROSTAT. Para PIB: <https://ec.europa.eu/eurostat>. Para gasto e déficit em 2009, ver boletim: [Off48307-d545-4fd6-8281-a621cbda385d \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&code=sdg_8.10.1). 2024.

FEIL, F.; FEIJO, C. Development Banks as an Arm of Economic Policy – Promoting Sustainable Structural Change. **International Journal of Political Economy**, v. vol 50 no. 1, 2021.

FERRARI FL., F.; TERRA, F. H. B. Nuevo Consenso Macroeconómico, estancamiento y agenda económicos: el caso brasileño. **International Review of Economic Policy-Revista Internacional de Política Económica**, v. 6, n. 1, p. 1–15, 10 jul. 2024.

FRED (Federal Reserve Economic Data). Government total expenditures/GDP, GDP. Quarterly, Billions of Dollars, Seasonally Adjusted Annual Rate. <https://fred.stlouisfed.org/>. 2024.

HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v. 31. jul-dez 2011, p. 397–414.

IBGE. Série: Indicadores da PNAD Contínua Mensal (Brasil), População ocupada <https://www.ibge.gov.br>. 2024a

IBGE, Produto Interno Bruto: Série Encadeada do Índice Trimestral, Formação Bruta de Capital Fixo; e PIB, contas trimestrais, R\$ milhões. <https://www.ibge.gov.br>. 2024c.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – Série Histórica*. <https://www.ibge.gov.br>. 2024d.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Produto Interno Bruto per capita. <http://www.ipeadata.gov.br>. 2024a.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Série *Taxa de Desemprego (período de referência de 30 dias) por Regiões Metropolitanas (IBGE/PME)* e série *Taxa de desocupação na*

semana de referência (IBGE/PNAD). <http://www.ipeadata.gov.br>. 2024b.

IPEADATA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Série SCN10_VAIND10: Indústria, índice real (base 2010=100); Série SCN10_VAINDY10: Indústria (% do PIB); série SCN10_VAIT10: Indústria de transformação, índice real (base 2010=100); série SCN10_VAITY10: Indústria de transformação (% do PIB). <http://www.ipeadata.gov.br>. 2024c.

LISBOA, M. DE B. Crítica ao Novo Desenvolvimentismo. **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 11, n. jul-dez 2016, p. 181–189, 2016.

MACHADO, L. et al. Effects of BNDES PSI on Investment of Brazilian Industrial Companies: impact estimates based on a matching approach. 42º Encontro Nacional de Econ. Anais ANPEC, 2014.

MARSHALL, W.; ROCHON, L.-P. Public Banking and Post-Keynesian Economic Theory. **International Journal of Political Economy**, n. vol. 48, p. 60–75, 2019.

MENDONÇA, A. R. R. DE; DEOS, S. Public Banks in the Age of Financialization. A Comparative Perspective. Em: **Beyond the market failure argument: Public banks as stability anchors**. London: Edward Elgar, 2017.

NASSIF, A. et al. Structural change and productivity growth in Brazil: where do we stand? **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 40, n. 2, p. 243–263, 1 maio 2020.

OMB (Office of Management and Budget). <https://www.whitehouse.gov>. 2024.

PAULA, L. F. de. **Economia Brasileira na Encruzilhada: Ensaios sobre Macroeconomia, Desenvolvimento Econômico e Economia Bancária**. 1ª edição. Edição do Kindle. ed. Curitiba, PR: Appris Editora, 2022.

PDE (Portal de Datos Económicos). Dados extraídos do gráfico “Gasto Total del Sector Público Argentino en Porcentaje del PIB. Fuente: Ministerio de Hacienda”. <https://www.economia.gob.ar/datos/>. 2024.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e dos empréstimos ao BNDES – 6º bimestre de 2023.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. **Nova Economia**, v. 25, 2015.

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

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393–410, 1981.

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

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

YEYATI, E. L. et al. A Reappraisal of State-Owned Banks [with Comments]. **Economía**, v. 7, n. 2, p. 209–259, 2007.