

DIAGNÓSTICO DAS CAUSAS DA CRISE ECONÔMICA NO BRASIL E RETOMADA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO

DIAGNOSIS OF THE CAUSES OF THE ECONOMIC CRISIS IN BRAZIL AND RESUMPTION OF ECONOMIC GROWTH

Mário Jorge Mendonça

Pesquisador sênior da Diretoria de Estudos Regionais e Urbanos (Dirur) do Ipea.
mario.mendonca@ipea.gov.br

SUMÁRIO:

Este artigo perfaz um estudo analítico onde aborda as causas que levaram a crise e estagnação econômica que acontece no Brasil desde 2015. Longe de ter como motivo fatores conjunturais, procura-se mostrar que a crise econômica decorre de políticas de cunho intervencionista dentre as quais se destacam a ampliação do endividamento, a expansão artificial do crédito, medidas de tabelamento de preço, etc. Cabe ainda destacar que a política de utilizar o endividamento público como meio para obter recursos para fomentar o investimento via BNDES conduziram à má alocação de recursos além de falsear o retorno sobre o capital em muitos alguns setores. Decorre ainda dessa política, a reversão na tendência de queda do endividamento público que ocorria desde 2003; fazendo com que o conceito de dívida líquida deixasse de ser um indicador confiável do endividamento público. Por fim, discute-se os motivos pelos quais a estagnação econômica ainda persistirá por um longo período.

Palavras-chave: Crise econômica, endividamento público, dívida líquida, Nova Matriz Macroeconômica, expansão do crédito.

SUMMARY:

This article is an analytical study that addresses the causes that led to the crisis and the economic stagnation that has taken place in Brazil since 2015. Far from having as a reason economic factors, we try to show that the economic crisis arises from policies of an interventionist nature, among which the expansion of indebtedness, the artificial expansion of credit, price-fixing measures, etc. It should also be noted that the policy of using public indebtedness as a means to obtain resources to foster investment through the BNDES has led to poor allocation of resources as well as distorting the return on capital in many sectors. It also follows from this policy, the reversal in the downward trend in public indebtedness that occurred since 2003; making the concept of net debt no longer a reliable indicator of public indebtedness. Finally, we discuss the reasons why economic stagnation will persist for a long time.

Key words: *Economic crisis, public indebtedness, net debt, New Macroeconomic Matrix, credit expansion.*

1. Introdução

De um modo geral, as análises macroeconômicas se limitam a ilustrar os fatos econômicos sem conseguir uni-los num arcabouço teórico consistente. Entender a conjuntura econômica significa compreender como funcionam os diferentes mercados, como se efetua a integração entre eles, o efeito que uma mudança em um deles acarreta sobre os outros, e como os efeitos das políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial) alteram o equilíbrio condicionando a trajetória futura das variáveis econômicas. Por consequência, deduz-se que também cabe à análise macroeconômica ligar o passado ao presente, identificando os elos existentes entre eles, assim como projetar o futuro.

Fundamental lembrar que o efeito da crise atual poderá ainda perdurar por bastante tempo caso o remédio amargo das reformas econômicas não seja aprovado. Devemos ressaltar que a crise atual é o resultado direto do forte desajuste estrutural promovido pela política econômica levada a cabo durante o período em que o Partido dos Trabalhadores esteve à frente do poder. A duração disso não há como saber, o que se pode assegurar é que a economia está sofrendo o efeito de uma mudança estrutural profunda, e que isso se estenderá enquanto correções estruturais não forem feitas. Portanto, não se trata do efeito de choque temporário. O que estamos experimentando é decorrente de uma série de políticas errôneas levadas a cabo nas diversas áreas da economia, causando danos nos campos monetário, fiscal e cambial.

No nosso entendimento, a crise teve como causa primária ou fundamental a coexistência de dois fatores: a expansão do crédito direcionado e a política de fomento à demanda com base no aumento do gasto público¹. Embora esses dois motivos possam ser entendidos como os motores da crise econômica, cabe pontuar que a crise tomou tal amplitude devido à falta de empenho por parte do Banco Central em elevar a taxa de juros em tempo hábil de modo a conter a inflação quando esse problema começou a ser percebido, e ainda era passível de ser contido sem maiores traumas.

¹ Existem várias modalidades de crédito direcionado. Como será visto adiante, nós nos referimos aqui aos desembolsos feitos pelo BNDES para um conjunto de empresas, popularmente conhecidas como “campeões nacionais” cujos critérios de seleção não estão bem fundamentados ou, pelo menos são controversos. Outra vertente de crédito direcionado que podemos incluir é o crédito imobiliário que também é tema de análise deste estudo.

Concomitantemente, a falta de flexibilidade do mercado de trabalho brasileiro, devido à forte regulação, não permitiu o ajuste imediato da economia pelo emprego, levando a uma situação onde o ajuste da economia se efetuou pelo endividamento e a consequente perda de capital. Assim, se caso Banco Central tivesse assumido uma postura mais agressiva frente à inflação, é possível que o processo recessivo não tivesse chegado à dimensão que chegou.

A ordem de causalidade se desenrolou na seguinte sequência. A expansão do crédito fomentou investimentos que não tinham suporte nos fundamentos da economia, em outras palavras, investimentos que não teriam sido efetuados caso prevalecesse o livre mercado. Tais investimentos foram gerados artificialmente. Devido ao aporte de recursos envolvidos, foi desencadeada uma onda de euforia, gerando uma série de novos investimentos com a ampliação dos gastos das famílias e o consequente endividamento. O aumento do gasto público, por sua vez, elevou o endividamento do Estado Brasileiro, tendo como consequência a reversão da sustentabilidade da dívida pública que, até então, vinha se mantendo desde 2003.

Numa etapa seguinte, teve início o retorno da inflação pelo fato de a economia já estar no pleno emprego. A combinação de uma política monetária passiva e política fiscal ativa, que se conhece como dominância fiscal, permitiu a instalação de um processo inflacionário crônico onde também o componente de expectativa teve forte efeito devido à falta de credibilidade quanto à gerência da política monetária. A escalada inflacionária corroeu a renda salarial e deprimiu o retorno do investimento; o que se seguiu foi retração da economia imposta por uma quebra generalizada. O desemprego demorou a acontecer por força da forte regulação do mercado de trabalho, mas por fim se fez presente e com ele a queda brutal da renda do trabalho e o crescimento da inadimplência. Por fim, o governo não teve nem mais a opção de apelar para o uso de uma política fiscal anticíclica, pois o setor público, sobretudo a nível estadual, entrou em colapso, como foi o caso do Rio de Janeiro. No setor público passou então a predominar uma perniciosa combinação de queda arrecadação tributária, oriunda da retração da atividade econômica e dos rendimentos, com o ônus crescente dos pagamentos de juros sobre a dívida pública.

O restante deste capítulo tem como objetivo avançar na discussão das causas da crise econômica que se instalou no Brasil desde 2015, procurando entender a dinâmica pela qual crise se instalou e suas consequências. Com esse objetivo, a primeira seção

introduz o cenário político que motivou o surgimento da crise. As duas seções seguintes procuram embasar as causas apontadas para a crise, examinando mais detidamente, a questão do endividamento público, relacionada com os gastos do governo, e as implicações da expansão do crédito público. Em seguida, são feitos comentários acerca da Nova Matriz Macroeconômica e as práticas que se seguirão desde então e que culminaram na eclosão da crise econômica de 2015. Por fim, apresenta-se as diversas propostas de políticas para a superação da atual crise econômica e para a promoção de crescimento e desenvolvimento econômico sustentável do país.

2. O cenário político

Tendo feito considerações preliminares, passaremos a analisar os erros de política econômica cometidos durante o período no qual o governo do PT esteve à frente do poder desde que o presidente Lula assumiu em 2003. Interessante notar que o governo Lula, nos seus primeiros anos, não infligiu mudanças substanciais no rumo da economia, mantendo o tripé macroeconômico (câmbio flutuante, meta fiscal e meta de inflação) que mantinha a economia em equilíbrio. Sua conhecida “Carta ao Povo Brasileiro”, divulgada ainda na campanha presidencial de 2002, assegurava a prevalência daquele tripé macroeconômico. Foi por essa razão que o país passou relativamente imune às adversidades ocorridas no cenário internacional logo quando Lula assumiu o mandato. Uma vez que a tempestade se debelou, a economia mundial entrou novamente numa fase de longa prosperidade.

A adoção do tripé macroeconômico, juntamente com as reformas estruturais no governo anterior, propiciou o ajuste das contas públicas e, com isso, o controle e consequente queda da inflação. Outro fator importante para explicar o crescimento da economia brasileira durante o governo Lula foi a boa fase pela qual passou a economia mundial, o que propiciou o aumento das exportações brasileiras, sobretudo no segmento de commodities. Era momento de se investir em infraestrutura e aprofundar as reformas, principalmente no mercado de trabalho e no sistema tributário, o que, porém, não aconteceu. Portanto, cabe ressaltar que embora se atribua à presidente Dilma Rousseff quase toda culpa pela crise econômica, devemos ter em mente que a gênese da desordem se originou na gestão do presidente Lula. Também, como será tratado adiante, foi em 2009, ainda na vigência do mandato de Lula da Silva, que se iniciou a expansão dos créditos do Tesouro Nacional às instituições oficiais como o BNDES, que, por sua vez,

adotou a política de privilegiar os chamados campeões nacionais. Essa cifra saltou de 1,39% do PIB em 2008 para 4,35% do PIB em 2009.

Se, num primeiro momento, o governo Lula atuou de modo correto, na sequência posterior de suas ações ficaram logo evidenciados os descaminhos. Uma série de eventos que se seguiram, como, por exemplo, o aumento abrupto de cargos comissionados do setor público, o aprofundamento da escolha de quadros nos escalões principais por critérios sumamente políticos, o aparelhamento ideológico das empresas estatais e dos fundos de pensão, a interferência na administração de empresas privadas, como foi o caso da gestão da Vale do Rio Doce, etc., mostraram claramente que a economia e o país estava alterando o rumo na direção errada. Desde então, os erros do governo petista foram se aprofundando. Não é possível descrevê-los todos aqui por que são inúmeros, portanto comentaremos apenas alguns deles. Popularizou-se uma postura demagógica por parte do governo que, entre outras coisas, utilizou programas assistencialistas como Bolsa Família, criado pelo governo FHC, com a finalidade de mitigar o problema da pobreza, mas de forma restrita e responsável; facilitando o acesso dos mais pobres à educação. Diferentemente, o governo do PT transformou as políticas sociais em práticas assistencialistas que, de uma forma ou de outra, ajudou a manter a sua popularidade.

Houve queda substancial da pobreza, mas isso se deveu a outros fatores como o crescimento econômico que incorporou parte da população pobre ao mercado de trabalho, a estabilidade da moeda que, por sua vez, garantiu a estabilidade do poder de compra e o aumento da produtividade.

O governo da presidente Dilma Rousseff intensificou, em larga escala, o conjunto de políticas que levariam ao final do seu primeiro mandato ao estado de deterioração que comentamos nas linhas iniciais dessa seção. Foi também no governo da presidente que houve uma mudança definitiva nas diretrizes da economia. Adotou-se uma postura intervencionista em detrimento daquela orientada para o mercado, retornando à mentalidade de que o Estado é o motor do crescimento econômico. Essa atuação foi efetuada de diversas formas, tais como: expansão brutal do crédito direcionado, medidas protecionistas de política industrial, aumento do gasto público, criação de empresas estatais, etc. Tais políticas não deram certo no passado e obviamente não poderiam dar certo num outro momento. Todo o aparato do intervencionismo usado resultou em calamidade.

As ações do governo Dilma tornaram-se tão despropositadas que se fez uso de medidas pontuais não apenas para conter a inflação, como também para atuar sobre o desemprego. No caso do combate da inflação, utilizou-se até tributação de certos produtos no controle da inflação. Naturalmente, o aumento generalizado dos preços deriva em definitivo da expansão dos meios de pagamentos numa taxa acima da produção. Também no caso do desemprego, a aplicação da tributação, para citar o exemplo da desoneração de certos impostos, produza penas um efeito temporário. Não existe desoneração capaz de compensar quedas nas vendas por longos períodos e em ritmo muito expressivo. Os gestores de política não quiseram, ou não souberam, entender isso, preferindo aprofundar as políticas que causaram tais problemas.

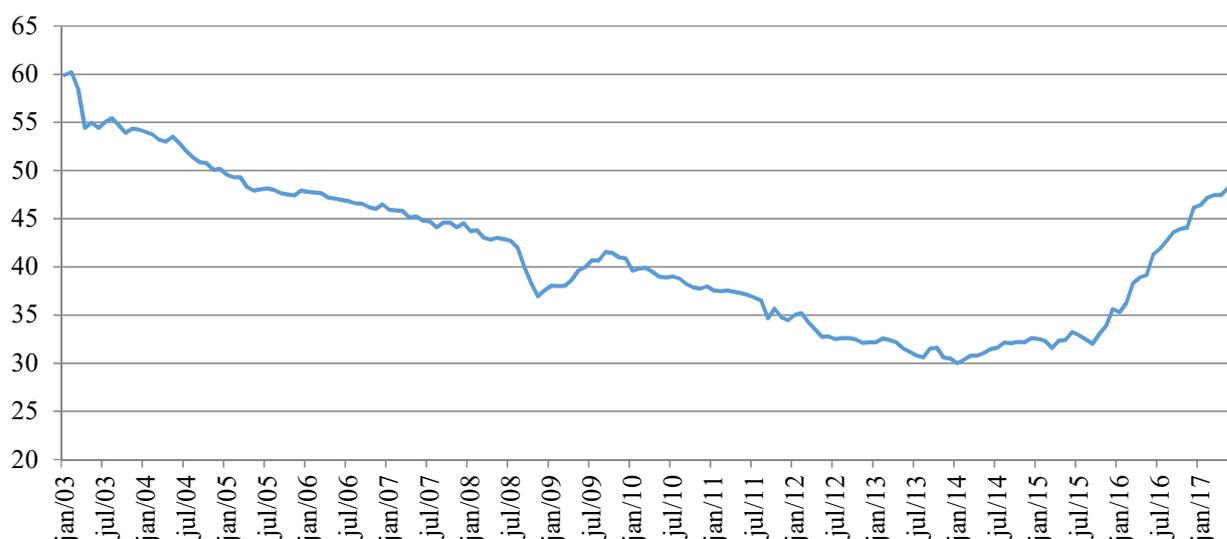
3. A questão do endividamento público

Vários estudos demonstraram que a política fiscal brasileira teve uma forte mudança positiva a partir de 1999 (Mendonça e alli, 2008). A adoção do regime de metas explícitas de política monetária e fiscal contribuiu decisivamente para garantia da sustentabilidade do endividamento do setor público (Mendonça e alli, 2009). Neste sentido, o emprego da dívida líquida, que consiste na dívida bruta² menos os ativos (haveres) do setor público consolidado (DLSP)³ como indicador de sustentabilidade, tem forte apelo na medida em que os ativos do setor público eram, de certo modo, confiáveis quanto ao seu real valor e rentabilidade. De fato, desde 2003, a DLSP caiu de 60% do produto interno bruto (PIB) para 33% do PIB em 2014, parecendo indicar que o problema da sustentabilidade da DLSP era coisa do passado. No entanto, a partir de janeiro de 2014, observou-se uma mudança na tendência. O saldo da DLSP passou a crescer. O fato é que se pode afirmar que houve uma quebra estrutural dessa série, pois quase quatro anos após a série começar a crescer, em janeiro de 2014, a DLSP alcançou o preocupante patamar de 50% em agosto de 2017 conforme mostra o gráfico 1.

² Atualmente existem duas séries para a dívida bruta do governo geral (DBGG). A série calculada pela metodologia antiga engloba todos os títulos do Tesouro mantidos na carteira do Banco Central do Brasil (BCB). Nesse caso, estes títulos entram no cálculo da dívida bruta, sendo que os títulos que o banco emitia visando a política monetária não eram considerados. A série calculada pela metodologia nova, a partir de 2006, não leva em conta o estoque de títulos do Tesouro na carteira do BCB; considera somente as operações compromissadas.

³ Engloba o setor público como um todo, incluindo, além do governo geral, o Banco Central do Brasil (BCB) e as empresas estatais não financeiras, exceto Petrobras e Eletrobrás.

GRÁFICO 1: Dívida Líquida do Setor Público de 2003 a 2017 (%)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Contudo, antes disso, já era perceptível que o uso da DLSP como indicador de sustentabilidade do endividamento público apresentava séria fragilidade⁴. Conforme alguns economistas apontaram, a dívida líquida diminuiu não porque a dívida bruta tivesse diminuído; ao contrário, o endividamento bruto do governo geral⁵ cresceu, saindo de 48 % do PIB em 2006 e chegando a 60% em agosto de 2015. Caso se considere o setor público consolidado, a dívida bruta saltou de 64% para 74% do PIB no mesmo período. Em agosto de 2017, esse indicador se situou em 85% do PIB.

O porquê da dívida líquida não mais se configurar como um indicador confiável para o exame do endividamento público está associado com o fato de que os haveres públicos cresceram fortemente tanto no nível do governo geral como no setor público consolidado. Assim, os ativos aumentaram mais que a dívida bruta, resultando num primeiro momento na queda da dívida líquida. Isso traz à tona alguns pontos importantes. Primeiro, os *superavits* primários não foram usados para reduzir a dívida bruta, mas sim para financiar a aquisição de novos ativos. Observou-se que apesar da queda dívida líquida, tanto a DDBG como o total de passivos do setor público, permaneceram, em 2010, no mesmo patamar de 2001.

⁴Considera-se que a dívida bruta é melhor como medida de risco de rolagem da dívida, enquanto a dívida líquida é mais apropriada para mensurar o risco de solvência.

⁵Inclui as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas e o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Em segundo lugar, a evolução da dívida líquida no futuro depende de fatores que regem a dinâmica da dívida bruta e os ativos do setor público. Deve-se considerar que existem fatores que condicionam a trajetória futura da dívida líquida como a taxa de juros implícita, que é a combinação das taxas de juros dos vários títulos que compõem o total da dívida. Assim, temos títulos com diferentes indexadores, vencimento, maturação etc. Quanto ao ativo, temos que a rentabilidade, inadimplência etc. são alguns dos fatores a serem considerados. Quanto mais distintos forem os parâmetros que regem a dívida em relação ao ativo, menor a probabilidade de que este funcione como *hedge* para a dívida. Por exemplo, se grande parte dos ativos do tesouro junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é utilizado pela instituição de fomento como créditos subsidiados para financiar poucas empresas, então pode haver um grande risco de crédito em função da alta concentração de recursos em posse de poucas empresas ou setores, o que tornaria esses ativos ou haveres garantias duvidosas.

Outro fato importante é que a trajetória da dívida também é determinada por variáveis macroeconômicas como as taxas de crescimento do PIB e de inflação. Sabemos que o PIB é o fator preponderante da arrecadação de tributos sendo que estudos feitos apontam como sendo unitária a elasticidade da arrecadação (Mendonça e Medrano, 2016). Dessa forma, uma queda do produto implicaria numa queda da arrecadação na mesma proporção, tendo ainda em vista que boa parte das despesas já está definida independente do estado da economia.

O problema é que a tendência declinante da DLSP ou mesmo a sustentabilidade do endividamento público foi comprometida pelo modo como o governo do PT fez uso da política fiscal. Diferente do que ocorre comumente, onde a política fiscal é usada como atenuante para o ciclo econômico, o que se denomina como política fiscal anticíclica, o governo imaginava que a política fiscal poderia ser usada para promover o crescimento econômico. Sendo assim, fez uso do superávit fiscal e do endividamento para financiar a compra de ativos. Os efeitos desta política já se fizeram sentir ao início de 2014 quando a DLSP volta a subir depois de um longo período de queda.

Portanto, o exame pontual do conceito de dívida líquida (dívida bruta menos ativos do setor público) não permitiu transparecer um fato importante. Quando a dívida bruta e os ativos do governo geral e Banco Central do Brasil aumentam na mesma proporção, a dívida líquida permanece inalterada. Assim, a implicação de que a dívida bruta tem

crescido desde 2009 para financiar a compra de ativos é que os ativos adquiridos pelo governo, sobretudo aqueles referentes aos créditos de financiamentos concedidos pelo BNDES, rendem menos que o custo da dívida; o que resultou no aumento déficit público. Na ausência de compensação por meio do aumento do superávit primário, a consequência é o aumento do volume de juros necessário para fazer frente ao aumento da necessidade de financiamento do setor público. A resultante disso foi a reversão da tendência de declínio da dívida líquida que acontecia desde 2003 pelo aumento da dívida bruta.

O período que vai de 2006 a 2011 marca uma fase de prosperidade da economia em que se verificou um bom desempenho dos principais indicadores econômicos, tais como: baixa inflação, crescimento econômico, baixo desemprego e saldo positivo do balanço de pagamentos.

A estabilidade econômica permitiu que o Tesouro e o BCB tivessem como diretrizes principais, no que se refere à gerência do endividamento público: *i)* trocar a dívida externa por dívida interna, além de impor mudanças significativas na composição da dívida interna no que se refere aos indexadores e quanto ao perfil de maturação do endividamento público; *ii)* devido aos saldos positivos no balanço de pagamentos, o Tesouro passou a emitir títulos da dívida interna para adquirir divisas e avançar no programa de recompra de títulos da dívida externa; e *iii)* o crescimento das operações compromissadas está relacionado sobretudo com a acumulação de reservas internacionais desde 2006. Notadamente, para conter a expansão da base monetária, o BCB realiza operações de mercado aberto como meio de restringir a liquidez da economia. Note, pela tabela 1, que as reservas internacionais aumentam a partir de 2006, enquanto a dívida externa começa a cair desde então. O aumento das operações compromissadas nos anos imediatamente seguintes a 2006 reflete o fato de que o Banco Central atuou, como já posto, de modo a enxugar a base monetária.

A tabela 1 mostra a evolução dos ativos e passivos do setor público. Essa tabela permite visualizar quais as contas que impactaram de modo mais severo no endividamento e quais os tipos de ativos foram priorizados. Nela, podem ser vistas as três diretrizes apresentadas na tabela 1 do lado do passivo, temos que a dívida externa cai fortemente desde 2006 até 2011,⁶ enquanto as operações compromissadas se intensificam

⁶Pode-se observar que, a partir de 2011, há tendência de elevação da dívida externa como proporção do PIB.

a partir de 2007, crescendo fortemente a partir de 2012, notadamente quando as reservas internacionais apresentam as maiores taxas do período. A troca de dívida externa por dívida interna fez com que essa última tenha crescido 5,00 pontos percentuais (p.p.) do PIB de 2004 a 2006. A queda dos depósitos compulsórios no período 2008-2009 foi uma medida tomada devido à crise de 2008. Os bons fundamentos da economia até então ainda permitiram que a administração da dívida interna tivesse se caracterizado pela redução da parcela da dívida indexada ao câmbio e à taxa Selic, aumentando a participação de prefixados e indexados a índices de preços, além de aumentar o prazo médio da dívida, reduzindo o percentual a vencer em doze meses.

Tabela 1. Ativos e Passivos do Setor Público

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Agosto 2017
DLSP não financeiro (M = L + J)	44.90	42.96	36.71	39.28	36.46	33.67	31.12	30.75	33.0	33.6	33.6	33.6
DLSP (L = E - K)	45.74	43.76	37.51	40,00	37,08	34,24	31,72	31,35	33,7	34,4	34,4	34,4
DBSP (E = C + D)	62.8	64.83	62.26	65.33	64.46	64.01	64.98	64.43	68.8	75.8	80.1	83.7
Dívida interna do setor público (C=A + B)	56.55	60.54	57.59	61.98	61.64	61.53	62.24	61.52	65.3	71.4	76.5	80.3
Governo geral (A)	48.03	51.44	50.5	55.18	48.29	48.24	51.55	49.91	55.0	61.0	66.0	70.3
Dívida mobiliária federal em mercado	44.55	44.31	39.8	41.14	40.38	39.93	39.71	38.59	38.8	43.9	47.4	50.5
Operações compromissadas	3.21	6.9	10.46	13.66	7.43	7.81	11.12	10.25	14.7	15.2	16.7	17.9
Dívida dos governos estaduais	0.26	0.24	0.23	0.38	0.49	0.5	0.73	1.07	1.6	1.9	1.9	1.9
BCB (B)	8.52	9.1	7.1	6.8	13.35	13.29	10.69	11.61	10.4	10.4	10.5	10.0
Base monetária	5.03	5.39	4.75	4.99	5.32	4.9	4.95	4.84	4.8	4.3	4.3	3.9
Depósitos no BCB	3.45	3.76	1.8	1.9	8.1	8.49	5.81	6.06	5.1	5.3	5.9	6.2
Outras contas	0.04	-0.06	0.55	-0.09	-0.08	-0.09	-0.07	0.72	0.5	0.8	0.3	-0.1
Dívida externa (D)	6.25	4.3	4.67	3.35	2.81	2.48	2.74	2.9	3.4	4.4	3.6	3.4
Ativo do setor público (K = F + G + H + I)	17.06	21.07	24.75	25.33	27.38	29.77	33.26	33.07	35.1	40.1	38.0	38.2
Créditos da união às instituições oficiais (F)	0.51	0.52	1.39	4.35	6.6	7.3	8.63	9.05	9.9	9.5	7.6	7.6
Aplicações em fundos e programas (G)	2.09	2.02	1.99	2.22	2.47	2.28	2.4	2.25	2.5	2.7	3.0	2.9
Reservas internacionais (H)	7.66	11.84	14.93	12.54	12.57	14.52	16.45	16.31	17.4	22.5	22.3	22.3
Outros ativos (I)	6.8	6.69	6.45	6.22	5.74	5.68	5.78	5.45	5.3	5.4	5.1	5.4
Disponibilidades do governo geral	0.89	1.09	1.2	1.17	1.2	1.23	1.34	1.39	1.2	1.2	0.9	1.2
Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	5.09	4.72	4.38	4.21	3.77	3.6	3.63	3.56	3.7	3.8	3.8	3.8
Crédito do BCB às instituições financeiras	0.83	0.87	0.87	0.85	0.77	0.85	0.81	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Dívida líquida das estatais (J)	0.84	0.8	0.8	0.71	0.62	0.57	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Pelo lado do ativo do setor público, os fatores que mais influíram na mudança da sua composição foram as reservas internacionais, já comentado, e, principalmente a partir da crise do *subprime* em 2009, o crédito da união às instituições oficiais. Esse último composto fundamentalmente pelos empréstimos feitos ao BNDES. É bom ressaltar que a expectativa quanto a esses empréstimos era que eles tivessem efeitos negativos permanentes após 2011 em termos de pouca rentabilidade, possibilidade alta de

inadimplência, má alocação dos fatores de produção, corrupção, etc. Sendo assim, antes de avançarmos, iremos fazer uma descrição acerca disso.

As concessões de empréstimos ao BNDES começaram em 2008, no montante de R\$ 12,5 bilhões, com a transferência de recursos orçamentários. No entanto, o que aconteceu a partir de 2009 é o que se deve levar em maior consideração na análise do endividamento. Nesse ano, a União transferiu cerca de R\$ 2,3 bilhões ao banco público, com empréstimo contratado junto ao Banco Mundial. Também em agosto de 2008, foi editada a Medida Provisória nº 439, que estimava a demanda de recursos para o BNDES, entre 2008 e 2010, em torno de 295 bilhões.⁷ Diferentemente do que havia ocorrido nas duas concessões anteriores (R\$ 12,5 bilhões e 2,3 bilhões), os créditos desta vez foram concedidos com base na concessão direta de títulos públicos às instituições financeiras oficiais, sobretudo como concessão direta ao BNDES⁸.

Não iremos entrar na discussão acerca da racionalidade econômica que embasaria os aportes de recursos do Tesouro ao BNDES, mas, diferentemente, tentaremos examinar as possíveis implicações que decorreram dessa política. Mesmo que as concessões feitas pela União tivessem como objetivo promover o crescimento econômico, não se poderia desconsiderar os custos associados a essas concessões que foram significativos. Isso porque a maior parte dos recursos como mencionado foi captada junto ao mercado pela emissão de títulos cuja remuneração é em média dada pela taxa Selic enquanto os empréstimos da União ao BNDES têm como retorno a taxa de juros de longo prazo (TJLP) que tem remuneração bastante inferior ao custo médio de captação destes recursos, por meio da emissão de títulos públicos. Em suma, o custo fiscal da acumulação de haveres financeiros pelo governo é função direta do diferencial de rendimento entre estes haveres e as obrigações do governo.

Vejamos algumas das implicações dos empréstimos feitos pela União ao BNDES. Se a aquisição do ativo é financiada com o aumento da dívida pública e o rendimento do ativo é inferior ao custo da dívida pública não há, em um primeiro momento, aumento da dívida líquida. Isso somente irá se refletir no aumento dívida bruta. Entretanto, por uma série de fatores, o mesmo não ocorre no médio e longo prazo.

⁷Em 2008, R\$ 95 bilhões; e em 2009-2010, R\$ 200 bilhões.

⁸Existe a questão que tal operação fere a Lei Orçamentária Anual da União, pois os recursos foram repassados sem prévia autorização na mesma. Não iremos entrar, neste trabalho, nessa polêmica questão.

No médio prazo, a conjunção do volume de recursos envolvidos desses empréstimos e da alocação ineficiente dos fatores de produção resultante da escolha dos “campeões” nacionais contribuiu para o aumento da inflação que nessa altura já ultrapassava a meta estabelecida pelo Banco Central. O aumento da inflação leva, por sua vez, ao uso de uma política monetária mais restritiva na forma de uma elevação da taxa Selic o que implica no aumento da dívida pública. A recessão econômica que se instalou em 2015 gerou queda da arrecadação. Juntando-se a isso a manutenção dos gastos do governo num patamar elevado contribuiu para provocar mudança na tendência do resultado primário que até 2013 vinha apresentando saldo positivo. De 2014 até o presente momento, o resultado primário tem sido negativo.

No longo prazo, o efeito dos empréstimos do BNDES irá persistir não apenas devido à alocação ineficiente, mas também pelos juros líquidos devidos (juros pagos menos recebidos), conforme já salientamos. Outro ponto importante é que os títulos emitidos pelo Tesouro e repassados ao BNDES em algum momento entrarão em circulação, tornando a tarefa de controlar a oferta monetária mais custosa. De fato, não é sabido com exatidão qual o destino desses títulos. Contudo, caso tenhamos como hipótese o fato de que pelo menos parte desse aporte seja negociada em mercado, teremos necessariamente um aumento dos meios de pagamentos, o que pode ter efeito no aumento das operações compromissadas se a elevação do meio circulante estiver pressionando a inflação.

Cabe ainda ressaltar que o governo, no intuito de passar a ideia de que o endividamento público se mantinha equilibrado, atuou de diversas maneiras na manipulação da dívida líquida, o que ficou conhecido como “contabilidade criativa”. Foram vários os tipos de instrumentos empregados pelo governo para essa finalidade. Além da modalidade já descrita de conceder empréstimos a bancos públicos que estão fora do âmbito do setor público por meio de emissão de títulos, podemos citar a venda de patrimônio público a empresas estatais, a antecipação de receitas futuras e o adiantamento de reembolsos.

O exame de algumas das contas públicas ajuda a embasar algumas das colocações feitas até aqui. A Tabela 2 mostra, nas duas primeiras colunas, a evolução do resultado primário (despesas correntes excluindo os juros menos receitas) e do pagamento de juros que somados representam a necessidade de financiamento do setor público (NFSP). Um

resultado positivo do primário indica um *déficit* e um resultado negativo indica um *superávit*. Observa-se, como já apontado, uma mudança em 2014 no comportamento do resultado primário que passa a ser deficitário, ficando em 0,6% do PIB. Juntando-se a isso o aumento do pagamento de juros nominais, percebe-se também, no mesmo ano, o avanço na NFSP em relação aos anos anteriores, destacando-se ainda que o pagamento de juros se acentua nos anos seguintes. A explicação do motivo pelo qual o volume de juros pagos como percentual do PIB aumenta se deve a conjugação de dois fatores: o aumento das operações compromissadas e o aumento da taxa Selic que reverte sua tendência de declínio em 2013, conforme mostra a tabela 2.

Tabela 2 – Receitas e despesas do governo central / Resultado primário e juros pagos do setor público (2004-2016) (Em % do PIB)

Ano	Primário	Juros	Rec RFB	Rec Totais	DespTotais	BenefPrev	Desp. Pessoal	Outras DespObrig
2004	-3,7	6,6	14,6	21,4	15,6	6,4	4,3	1,4
2005	-3,7	7,3	15,3	22,5	16,4	6,7	4,3	1,8
2006	-3,2	6,7	14,9	22,5	16,8	6,9	4,4	1,9
2007	-3,2	6,0	15,3	22,7	16,9	6,8	4,3	2,1
2008	-3,3	5,3	15,0	23,0	16,2	6,4	4,3	1,8
2009	-1,9	5,1	13,7	22,1	17,4	6,7	4,6	2,0
2010	-2,6	5,0	13,7	23,6	18,2	6,6	4,3	2,1
2011	-2,9	5,4	14,4	22,6	16,7	6,4	4,1	2,1
2012	-2,2	4,5	13,4	22,0	16,9	6,6	3,9	2,1
2013	-1,8	4,8	13,5	22,1	17,3	6,7	3,8	2,4
2014	0,6	5,6	12,8	21,1	18,0	6,8	3,8	2,7
2015	1,9	8,4	12,8	20,8	19,3	7,3	4,0	3,8
2016	2,5	6,5	13,1	21,0	19,9	8,1	4,1	3,2

Fonte: Elaboração própria

Também na tabela 2, aparecem as contas de receita e despesa do governo central. Observa-se que as receitas totais começam a encolher a partir de 2014, enquanto as despesas totais se aceleram já a partir de 2010. Destacam-se aqui o item “outras despesas obrigatórias”, que, em 2013, estava em 2,4 % do PIB e passou para 3,4 % do PIB em 2016, bem como o item “benefícios previdenciários” que começa a se elevar em 2012, saltando nesse ano de 6,6 % do PIB para 8,1 % do PIB em 2016. Possivelmente existe uma mudança de postura na política fiscal a partir de 2013 que acena para o fato de que ela tenha se tornado mais ativa desde então.

Pode-se dizer que há sinais que, antes disso, existia um maior comprometimento da política fiscal com a sustentabilidade da dívida pública, enquanto que, após, há indícios de que a política fiscal se tornou ativa no sentido de perseguir a manutenção de baixos

níveis de desemprego, mesmo que às custas de mais inflação e maior endividamento público. Em outras palavras, esta política mostrou uma clara opção pelos objetivos ou interesses de curto prazo em detrimento de um cenário mais positivo em longo prazo, que ajudaria na obtenção de trajetórias sustentáveis tanto da dívida pública quanto do crescimento econômico. De fato, um estudo demonstrou que existe uma nítida diferença na reação do resultado primário com relação ao endividamento entre os dois estados, ou seja, na forma como a autoridade fiscal reage frente ao endividamento. Esse estudo demonstrou que o resultado primário somente reage à DLSP antes de 2013, o que dá margem à interpretação de que a autoridade fiscal perseguiu uma meta fiscal somente até 2012.

4. A expansão do crédito

Iremos nesta seção analisar o problema da expansão do crédito ocorrida no Brasil entre 2004 e 2008. O crédito bancário saudável, aquele que deriva da poupança dos agentes privados, é fator fundamental para promover o crescimento econômico de forma sustentável. No Brasil, o mercado de crédito ganhou grande impulso com a estabilização da economia que se iniciou com o Plano Real. Com o controle da inflação, foi possível estabelecer um mercado de crédito para investimentos com perfil de financiamento de prazos mais longos. Importantes mudanças institucionais, a partir do ano de 2000, criaram condições mais seguras para o florescimento de tais atividades, como foi o caso do setor imobiliário, assim como permitiu maior acesso ao crédito para pessoa física. Em conjunto com a redução da taxa básica de juros, isso possibilitou mudanças significativas no perfil do crédito bancário no Brasil, ligadas não apenas a uma significativa queda do spread bancário, como também ao crescimento sem precedentes do volume negociado de crédito no Brasil.

Muitos motivos podem ser apontados para explicar essa mudança, como a própria estabilidade de preços que aconteceu como consequência das reformas econômicas introduzidas pelo Plano Real. Com a inflação controlada, a economia pode sentir os efeitos benéficos da estabilização, tal como a queda sustentada da taxa de juros, que, por sua vez, diminui o custo do financiamento, fator fundamental para a contratação do crédito. Também o ambiente de estabilidade permite que projetos de longa maturidade possam ser melhor vislumbrados, exemplo disso é o mercado imobiliário. Deve-se

também ressaltar que o crescimento da economia, com o aquecimento do mercado de trabalho, elevou a renda do trabalhador, facilitando o acesso ao crédito para o trabalhador.

Outro detalhe importante se refere às mudanças na legislação sobre a oferta de crédito por parte das instituições financeiras, tornando o investimento no setor mais seguro. Evidentemente, políticas específicas do governo para o crédito direcionado também têm contribuído fortemente para a expansão de certos setores, sendo o crédito imobiliário o mais óbvio desses exemplos. Muitas reformas institucionais que foram introduzidas a partir de 2000 contribuíram para o avanço do crédito no Brasil.

Primeiro, a Lei no 10.913, que disciplinou a aplicação da alienação fiduciária, aprovada em 2 de agosto de 2004, aplicada originariamente ao mercado de capitais, foi estendida a outros mercados como automóveis e imóveis. De acordo com essa lei, o banco, após a concessão de um empréstimo, detém a propriedade do bem e o usa como garantia, cabendo ao mutuário o direito de uso. Quando o mutuário liquidar a dívida, o banco lhe transfere a propriedade do bem em definitivo. Segundo a regulamentação do crédito consignado, que passou a vigorar a partir de dezembro de 2003, permite que o desconto da prestação seja feito diretamente na folha de pagamento, ou benefício previdenciário, do cidadão. Terceiro, tem-se a criação do Sistema de Informação de Crédito do Banco Central (SCR) em maio de 2002, que deu mais segurança ao sistema financeiro.

O spread bancário é a diferença entre a taxa média de captação dos bancos e a taxa de empréstimo. Ele é determinado naturalmente pelas condições macroeconômicas; seu comportamento está ligado às flutuações na taxa básica de juros, embora outras variáveis sejam também importantes na determinação do spread. De acordo com os dados do BCB, no âmbito da modalidade de pessoa física, o spread caiu de 57,91% em junho de 2000 para 35,1% em março de 2012. Já para a modalidade de crédito de pessoa jurídica, no mesmo período, o spread passou de 22,82% para 18,4%. O spread total saiu de 39,56% para 28%. Nota-se, portanto, que a queda mais expressiva se deu no segmento de pessoa física, provavelmente por força das inovações institucionais, tais como a alienação fiduciária e o crédito consignado.

No que se refere ao estoque de crédito, o sistema financeiro alcançou um total de R\$ 2,24 trilhões ao final de setembro de 2012, com crescimento de 15,8% em relação ao

mesmo período no ano anterior, ampliando a relação crédito/PIB de 47,4% para 51,5%. Em 2000, essa mesma relação era de 26,4%. As operações contratadas com recursos livres totalizaram R\$ 1,42 trilhão no final do terceiro trimestre de 2012, correspondendo a 63,6% do estoque total de crédito do sistema financeiro, e 13,9% superior em relação ao mesmo período do ano passado. Já as operações com recursos direcionados somaram uma participação de 36,4% no total de crédito, o que mostra que a participação do segmento de crédito direcionado é alta no Brasil.

O ciclo de expansão de crédito, a partir de 2003, foi marcado por dois fatos distintos. Até a eclosão da crise financeira de 2008-2009, a expansão do crédito foi liderada pelos bancos privados, os quais expandiram as operações de crédito a uma taxa superior à dos bancos públicos. Os efeitos da crise internacional repercutiram mais intensamente na economia brasileira a partir de setembro de 2008. Entretanto, em 2009, observou-se a retomada do processo de crescimento do crédito, com a elevação de 15,2% no saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Esse processo foi, em grande parte, decorrente de medidas anticíclicas adotadas pelo governo federal, no intuito de mitigar os efeitos da crise. Em 2009, notou-se expansão acentuada (29,1%) do crédito direcionado, e aumento da participação dos bancos públicos no total de crédito do SFN, que passou de 36,3% em 2008 para 41,5% em 2009.

Quando se abre o estoque de crédito, por propriedade de capital e por setor de atividade, é possível perceber que os bancos privados, com exceção do crédito habitacional, estiveram à frente durante os anos iniciais do ciclo nos setores industrial, rural, comercial e pessoa física. Contudo, desde 2008, a situação se inverteu. Em relação ao crédito para habitação, sua taxa de crescimento tem se mantido em geral bem acima daquelas alcançadas por outros setores. Tomando o sistema financeiro como um todo, durante o período assinalado, a taxa de crescimento do estoque de crédito para habitação se situou em 17% ao ano (a.a.) contra a média geral, que inclui outras atividades (indústria, crédito rural, comércio, PF e outros serviços), de 12% a.a. No caso dos bancos públicos, a taxa média de expansão do crédito para habitação ficou em 19% a.a.

Conforme visto acima, o segundo ciclo é marcado pela expansão artificial do crédito. O governo pode fomentar a expansão artificial do crédito bancário pela expansão dos meios de pagamentos ou pela manipulação da taxa de juros. Na verdade, uma coisa leva à outra. Inicialmente, os efeitos de uma expansão artificial do crédito sobre a

economia são similares ao que acontece quando a expansão do crédito decorre por força do próprio mercado. Tais efeitos irão depender, entre outros fatores, do grau de complexidade da economia, do volume de recursos envolvidos e da disponibilidade de recursos ociosos. Quando a economia opera no pleno emprego, o aumento do crédito bancário não tem como contrapartida um crescimento no fluxo de fatores de produção disponíveis para serem empregados em novos investimentos. Também a queda na taxa de juros induzida artificialmente pela autoridade monetária pode reduzir a poupança, tendo em vista a queda do retorno, diminuindo mais ainda o volume de recursos produtivos para fazer face aos novos investimentos por força do aumento do consumo. Assim, é interessante observar que, embora existam mais recursos financeiros à disposição do setor bancário – para empréstimos motivados pela expansão dos meios de pagamentos –, na melhor das hipóteses, a mesma quantidade de recursos produtivos se encontrará disponível para atender à demanda por novos investimentos, levando fatalmente à pressão sobre os preços.

Conforme, como também foi apontado em outro estudo (MENDONÇA E SACHSIDA, 2013), o novo ciclo de expansão do crédito após o Real teve início por volta de 2005, sendo marcado pela alternância de dois regimes. O regime que se concentra do final de 2005 até o início de 2009 foi impulsionado por fatores pró-mercado decorrentes das mudanças na legislação, crescimento da economia, aumento da renda real, etc. A partir de 2009, a situação se altera, passando a prevalecer um regime onde a expansão do crédito é mais motivada por ações de medidas anticíclicas adotadas pelo governo federal com intuito de mitigar os efeitos da crise de 2007-2008.

Um dos mercados afetados pelas medidas expansivas do crédito foi o de veículos. Entre essas medidas, encontram-se aquelas que tinham como objetivo aumentar a oferta de crédito para financiamento de veículos na medida em que foram facilitadas as condições para liberação de crédito como, por exemplo, a extensão do prazo de financiamento acima de 24 meses. Além disso, o governo procurou incentivar o mercado automobilístico diminuindo a alíquota do IPI. Constatou-se que os incentivos para o setor automobilístico levaram a um boom no mercado de crédito dessa modalidade que apresentou crescimento de 49% entre 2009 e 2010, atingindo R\$149 bilhões em março de 2011 (13,0% do crédito livre). Contudo, esse boom foi seguido de um aumento na inadimplência desde o final de 2010, uma demonstração cabal da formação de bolha no

mercado de veículos (Mendonça et alli, 2017). A inadimplência do financiamento para veículos da pessoa física chegou a um patamar histórico, alcançando 5,5% em fevereiro de 2012. Em fevereiro de 2010, a fim de reduzir os riscos dessa expansão de crédito, foram editadas as chamadas medidas macroprudenciais para recompor o montante de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos a níveis pré-crise crédito que objetivaram basicamente a redução dos prazos do crédito pessoal e do financiamento de veículos para pessoas físicas, além do termino da redução do IPI.

Diferente do que aconteceu em outros mercados, como no caso do mercado de veículos onde houve retração da oferta de crédito quando da eclosão crise econômica mundial no início de 2008, o mercado de crédito imobiliário não sofreu efeito da crise de 2008. Ao contrário, a partir de 2009, observou-se a expansão sem precedente do crédito imobiliário incentivado pelo governo, sendo este utilizado como instrumento de política anticíclica assim como servindo de meta de política social. Assim, diferente do que aconteceu na primeira fase do ciclo de expansão do crédito entre 2004 e 2008, quando os fundamentos do próprio mercado imobiliário contribuíram fortemente para sua expansão, sobretudo a partir das reformas institucionais que aconteceram em 2004, desde 2008, os mesmos fundamentos já não explicam tão contundentemente a evolução do crédito no setor imobiliário.

Deste modo, as medidas do governo orientadas para incentivar o setor, intensificadas a partir de 2008, induziram os agentes a orientar suas decisões com base menos nos fundamentos de mercado, criando um movimento especulativo induzido por uma expansão exagerada do crédito. Isso levou à elevação abrupta no preço de venda dos imóveis entre 2008 até o final de 2012. Prova disso era que se observava um descolamento entre o preço do aluguel e o preço de venda do imóvel. O descolamento entre essas duas variáveis por um longo período é um forte indício de bolha especulativa. Sendo assim, bem antes do colapso que aconteceu em 2015, já existia um forte indício de formação de bolha no mercado imobiliário brasileiro, sendo que tal componente fortemente especulativo foi gerado pela expansão do crédito para esse setor (MENDONÇA, 2013).

Cedo ou tarde, haveria um realinhamento entre os preços do aluguel e venda do imóvel e isso começou a se dar quando o Banco Central, após um longo período de declínio da taxa de juros, implementou a elevação da taxa básica Selic. O efeito de um choque monetário iria necessariamente causar retração no mercado imobiliário, pois tanto

o volume de financiamentos assim como o preço de venda sofreria retração. Cabe mencionar que o nível global de endividamento das famílias já se situava em cerca 45%⁹ ao final de 2015. Tendo a economia brasileira entrado em recessão, o problema se acentuou enormemente, visto que a combinação da elevação da taxa de juros, aumento da inflação e do desemprego e queda da renda real com queda brusca no nível de confiança dos agentes levou a uma situação de forte retração nas vendas e aumento do estoque de unidades habitacionais não vendidas, crescimento do número de distratos, etc.

5. A Nova Matriz Macroeconômica e a eclosão da crise em 2015

As políticas baseadas na expansão artificial do crédito, assim como o uso da política fiscal ativa, enquadram-se naquilo que ficou conhecido como Nova Matriz Macroeconômica. Entre as ideias apregoadas por essa proposta, também se incluíam o controle de tarifas públicas e de importação, a desvalorização do câmbio e a permanência da taxa de juros num nível baixo. Essa nova forma de ver a macroeconomia veio a substituir o tripé macroeconômico bem fundamentado que, como foi colocado na introdução desse artigo, baseava-se nas metas fiscal e de inflação e no câmbio flutuante. A Nova Matriz Macroeconômica assume papel mais destacado ainda no governo do presidente Lula quando da instalação da crise econômica de 2008. A taxa de crescimento do PIB ficou negativa em 0,13 % a.a. em 2009. Diante da eclosão da crise financeira internacional em 2008/09 e de modo a manter o ritmo de crescimento da economia, o governo mudou a estratégia de política econômica, utilizando o BNDES e outras instituições públicas como instrumento de expansão do crédito, ou seja, o governo abriu mão do tripé macroeconômico para adotar definitivamente a chamada “Nova Matriz”.

Conforme destacado, num primeiro momento, os efeitos perversos da expansão artificial do crédito não são sentidos. Tudo se comporta normalmente. A economia cresce e a inflação se mantém aparentemente controlada. No entanto, mais adiante, as coisas começam a mudar e a economia começa a dar sinal de desaceleração. A taxa de crescimento do PIB desce de 4,0% a.a. em 2011 para 1,9 % a.a. em 2012, mas o governo intensifica o ativismo fiscal via expansão de obras públicas e aumento do crédito direcionado. O BNDES aprofunda a prática de privilegiar os campeões nacionais, enquanto instituições como Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal promovem

⁹ Em relação à renda mensal das famílias acumulada nos últimos doze meses. Incluiu-se o financiamento imobiliário

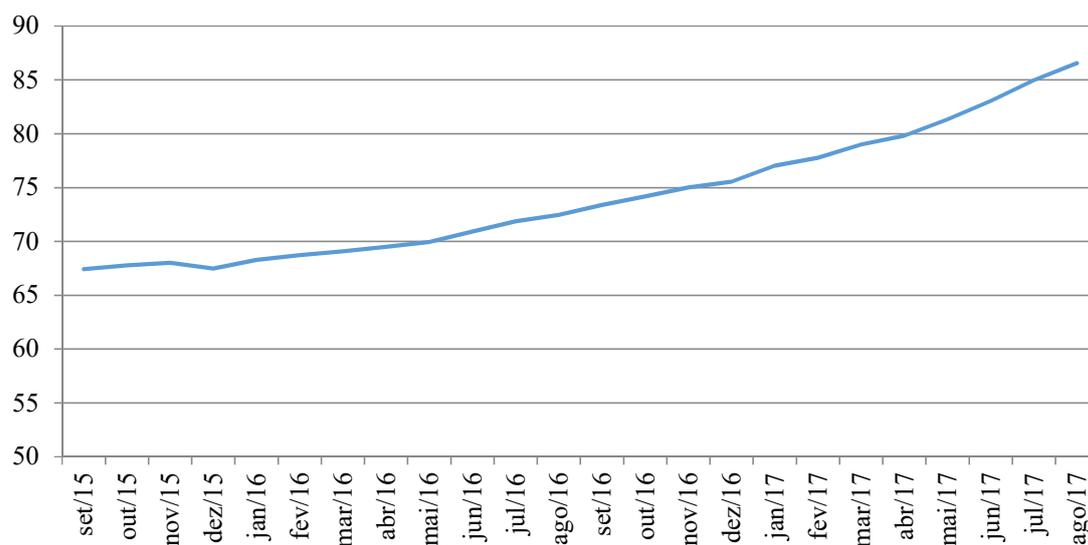
empréstimos para pessoas físicas e jurídicas com taxa de juros abaixo da taxa referencial SELIC. Essa medida, além de pressionar a inflação de preços, elevou o endividamento das famílias.

A taxa de inflação começa a se acelerar em 2010, ficando próxima a 6,0% a.a. Desde então, ela permanece com tendência de alta, alcançando o patamar de 6,5% a.a. em 2011. De modo a conter a inflação, o governo lança mão de práticas heterodoxas como o controle de tarifas públicas. Por volta de 2012, o governo arbitrariamente decide impor controle nas tarifas de energia elétrica, não honrando os contratos de concessão para geração e transmissão de energia. As empresas envolvidas se endividam, pois têm que recorrer ao mercado spot (curto prazo) onde os preços são bem superiores, devido ao emprego das termelétricas, às tarifas. Isso elevou o endividamento das empresas. Por outro lado, o governo utilizou o Tesouro para repassar dinheiro para as distribuidoras, garantindo artificialmente a política de tarifas baratas. Os recursos foram repassados via Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). Cerca de R\$ 9 bilhões foram envolvidos nesse processo, contribuindo ainda mais para o aumento do endividamento público. Esses fatores, juntamente com aqueles mencionados ao longo deste trabalho, levaram as contas públicas a um estado caótico. Isso fez com que as expectativas inflacionárias tomassem impulso, contribuindo para a persistência da inflação. Conforme tem demonstrado a literatura, as expectativas de inflação têm forte efeito sobre essa variável nos períodos de desarranjo estrutural da economia.

A perda de confiança na economia levou os agentes a perceber que os fundamentos da economia estavam muito ruins. As agências internacionais de rating retiraram o grau de investimento do país. Todos esses fatores levaram ao aumento do dólar que chegou, em 2015, a R\$ 3,60. Sem ter como suportar a elevação dos gastos, o governo decidiu retirar os repasses ao setor elétrico, gerando, em algumas cidades, um aumento da tarifa de energia elétrica acima de 80%. Também com a crise da Petrobrás e a consequente necessidade de recompor o caixa, aconteceu a disparada do preço da gasolina. Desnecessário dizer que tais aumentos têm efeito transbordamento para grande parte dos preços da economia, o que impactou diretamente na inflação que, medida pelo IPCA, chegou a 9,56 % a.a. em 2015. Por fim, a eclosão da crise econômica aconteceu em 2015. Uma análise do endividamento público em setembro de 2015 mostrou que, nos dois

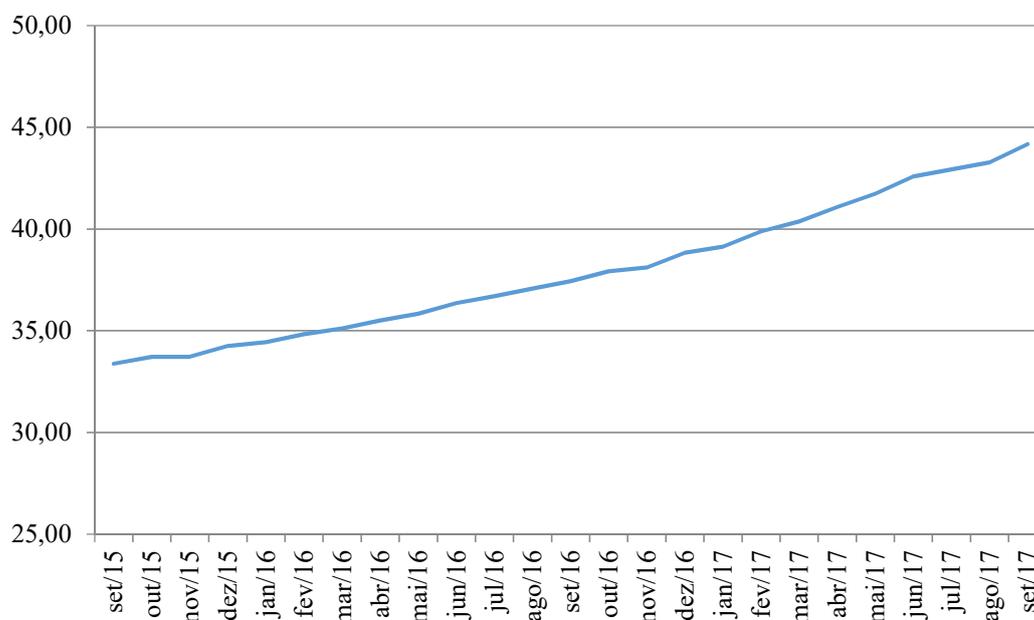
próximos anos, haveria uma forte tendência de crescimento da dívida pública¹⁰, como mostram os gráficos 2 e 3. Confrontando as previsões para endividamento bruto (DBSP) e líquido (DLSP) do setor público com o observado em setembro de 2017, podemos constatar que elas obtiveram um grau de acuidade bastante razoável.

GRÁFICO 2. DBSP (% PIB) (Observado em set/17: 84,0%)



Fonte: Elaboração própria.

GRÁFICO 3. DLSP (% PIB) (Observado em set/17: 51,0%)



Fonte: Elaboração própria.

¹⁰ As projeções foram feitas com base num modelo fatorial dinâmico Bayesiano. Para maiores detalhes, consultar o texto “*Um Estudo sobre o Endividamento Público no Brasil e Implicações*”, Texto para Discussão do IPEA número 2197 (M. J. Mendonça, T. B. Moreira, L. A. T. Medrano e G. H. M. Cunha).

6. O governo Temer e a fase transitória

Embora a gestão do presidente Temer tenha sido marcado como um período de forte instabilidade no plano político, faz-se justiça em dizer que a condução da sua política econômica tem sido feita de modo bem distinto daquele do governo anterior. Se no plano fiscal existe ainda problema quanto à contenção do gasto público e obtenção de superávit primário, o mesmo não pode ser colocado em relação à condução da política monetária. Desde que Ilan Goldfajn assumiu a presidência do Banco Central ao início de junho de 2016, os economistas têm observado uma mudança substancial na condução da política monetária e o conseqüente combate da inflação. Quando Ilan Goldfajn assumiu, a inflação acumulada em doze meses ficou em 9,67% a.a. enquanto que em fevereiro de 2018, o mesmo indicador alcançou apenas em 3,09% a.a. Entre as medidas mais importantes estão a mudança de postura quanto ao uso da taxa básica de juros no controle da inflação e o retorno ao sistema de câmbio flutuante.

Outros fatores contribuíram para o bom desempenho da política monetária. Podemos ressaltar, o retorno em direção à gestão independente do Banco Central onde pode ser dizer que a autoridade monetária deixa de ser um agente passivo ao Tesouro passando a atuar se não de modo ativo, mas cooperando com a autoridade fiscal. Isso foi devido ao término do descalabro do gasto público além de um esforço de reorganizar gerencialmente do setor público. Cabe ressaltar, que a profunda crise econômica herdada do governo do PT facilitou o combate à inflação por meio da grande capacidade ociosa que se abateu sobre a economia.

O governo do presidente Temer ainda conseguiu aprovar uma reforma trabalhista de cunho liberal. No entanto, o resultado esperado quanto à geração de emprego não apareceu, pelo menos no curto prazo. A princípio, isso se explica pelo fato da grave crise que assolava a economia. É necessário também ter em mente que o mercado de trabalho não atua de modo independente e que, portanto, a resposta desse mercado é condicionada a determinados fatores restritivos como o sistema tributário, a burocracia para abertura de empresas, etc.

7. Referências

- Mendonça, M.J.C. (2013) “O Crédito Imobiliário no Brasil e sua Relação com a Política Monetária”, **Revista Brasileira de Economia**, v. 67(4): 457-495.
- Mendonça, M. J., Medrano, L. A. (2016). Elasticidade-Renda da Arrecadação Tributária Federal”, **Carta de Conjuntura do IPEA**, Agosto 2016.
- Mendonça, M. J., L. A. Medrano, Pires, M. C. (2008). Administração e Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil: uma análise com mudança de regime, **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 38(3): 389-411.
- Mendonça, M. J. C.; Medrano, L. A.; e Sachsida, A. (2012) “Inflação versus Desemprego: Novas Evidências para o Brasil”. **Economia Aplicada**, v. 16, p. 475-500.
- Mendonça, M.J.C., Moreira, T.B., e Sachsida, A. (2017) “Uma Avaliação da Demanda Creditícia para Automóveis no Brasil no período de 2000 a 2012”, **Economia e Sociedade**, 26, n. 2 (60): 427-457, agosto.
- Mendonça, M.J.C., Moreira, T.B., Sachsida, A. (2017) “Regras de Políticas Monetária e Fiscal no Brasil: Evidências Empíricas de Dominância Monetária e Dominância Fiscal”, Texto para discussão n. 2310, IPEA (a ser publicado na **Cepal Reviews**).
- Mendonça, M.J.C.; Sachsida, A. (2013) “Identificando a Demanda e a Oferta de Crédito Bancário no Brasil”, Texto para Discussão do Ipea n. 1837.
- Mendonça, M. J., Santos, C. H. M., Sachsida, A. (2009). Revisitando a Função de Reação Fiscal no Brasil pós-Real: uma abordagem de mudanças de regime”, **Estudos econômicos**, 39(4):873-894