

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Instituto de Economia

Programa de Pós-Graduação em Economia

Crédito para consumo no Brasil (2003-2018)

Pedro Henrique Moreira Lima

Rio de Janeiro

2018

Pedro Henrique Moreira Lima

Crédito para consumo no Brasil (2003-2018)

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Coorientadora: Profa. Dra. Débora Mesquita Pimentel

Rio de Janeiro

2018

Pedro Henrique Moreira Lima

Crédito para consumo no Brasil (2003-2018)

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Banca examinadora



Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos (UFRJ – Orientador)



Profª. Dra. Débora Mesquita Pimentel (UFRRJ - Coorientadora)



Prof. Dr. Ricardo Figueiredo Summa (UFRJ)



Profª. Dra. Julia de Medeiros Braga (UFF)

L732 Lima, Pedro Henrique Moreira.

Crédito para consumo no Brasil (2003-2018) / Pedro Henrique Moreira Lima.
– 2018.

102 p.; 31 cm.

Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos.

Coorientadora: Débora Mesquita Pimentel.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia, 2018.

Bibliografia: f. 91 – 99.

1. Macroeconomia. 2. Crédito ao consumo - Brasil. 3. Supermultiplicador Sraffiano.
I. Bastos, Carlos Pinkusfeld Monteiro, orient. II. Pimentel, Débora Mesquita, coorient.
III. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. IV. Título.

CDD 339

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária: Bruna Amarante Oliveira CRB 7 – 6602

Biblioteca Eugênio Gudim/CCJE/UFRJ

Se no futuro aqueles que amamos serão apenas lembranças, eu agradeço por cada uma delas

AGRADECIMENTOS

A minha pequena e nuclear família, em especial meus pais, Rafa e João.

Aos meus amigos e amigas. Todos eles.

Aos meus três orientadores ao longo da minha vida na UFRJ, Débora Pimentel e Carlos Pinkusfeld agora no mestrado, e meu querido amigo Ricardo Bielschowsky na graduação.

Meu muito obrigado ao grupo de economia política da UFRJ, e a universidade como um todo pela oportunidade e pelo ensino gratuito de qualidade. E como bolsista, agradeço a CAPES igualmente.

"Julian, we are soldiers. And republican democracies are often born from the muzzle of guns. But the military, despite engendering democracy, should never boast of its accomplishment. And it is not an unfair thing. Because the gist of democracy lies in control by the people, who have the power. Democracy institutionalises the control of the power-holders by law and organisation. And the military needs this control the most. They fight for the political structure that fundamentally denies them. The military of a democracy must accept that contradictory structure. The only things a military can demand from its government are a retirement pension and paid leave; that is about it. In other words, the rights of the workers - they cannot demand for more than that."

Yang Wen-li, to Julian Mintz (Ginga Eiyū Densetsu, 1994)

"Nunca estivemos tão longe do país com que sonhamos um dia."

Celso Furtado,(o Longo Amanhecer) 1999

RESUMO

Esta dissertação analisou o comportamento do crédito para consumidor no Brasil recente a partir de 2003, e em especial, a partir de 2011. Em particular, se apresentou de forma integrada um resumo da aceleração econômica seguida de desaceleração e depressão no Brasil das décadas recentes, com foco na relação entre o contexto macroeconômico de cada momento e o comportamento das variáveis ligadas ao crédito a pessoa física. Em seguida, a partir das questões apresentadas diferentes análises por parte de diferentes correntes econômicas presentes no debate brasileiro. A partir disso, apresenta-se uma forma de ver a questão creditícia dentro de um panorama maior, com a apresentação de modelos de crescimento liderado pela demanda, mais especificamente no gasto autônomo via crédito, inspirados no supermultiplicador sraffiano. O artigo se encerra com um modelo de Vetor de Correção de Erros (VEC), estimado utilizado a série de concessão de crédito livre para pessoa física e a influência de outras variáveis sobre a mesma. Os resultados corroboram a influência do emprego sobre da demanda sobre crédito.

Palavras-chave: Crédito para Consumo no Brasil, Supermultiplicador Sraffiano, Modelo VEC.

ABSTRACT

This dissertation analyzed the behavior of the household credit in Brazil's recent past, after 2003, specially after 2011. In particular, has been presented a resume of Brazilian's economic boom and bust, with focus in the relationship between the macroeconomic context of each moment and the behavior of the household credit and his variables. Following next, an attempt to see credit's problems in the bigger picture, with the help of the analysis based on the sraffian supermultiplier's growth models, more specifically, the type with household credit as autonomus spending. In the last chapter, a Vector Error Correction (VEC) model is estimated using the new credit concessions by the Households and the influence of thers variables over this. The results reinforce the influence of the labor market over the demand for credit.

Keywords: Household Credit in Brazil, Sraffian Supermultiplier, VEC Model.

Sumário

Introdução.....	12
Capítulo 1. Crédito e a política econômica no Brasil desse século: fatos e análises.....	15
1.1. Crescimento com distribuição e crédito: fatos estilizados dos anos 2000.....	16
1.2. A análise geral do grupo de economia política da UFRJ: Otimismo, inflexão e depressão	24
1.2.1. Anos Lula e o papel do crédito na aceleração do crescimento.....	24
1.2.2. Dilma I e o papel do crédito durante a inflexão.....	25
1.2.3. Dilma um e meio/Temer e o papel do crédito durante a depressão.....	28
1.3. Avaliações e análises de outras correntes sobre o mercado de crédito no período.....	31
1.3.1. Reformas microeconômicas e o diagnóstico ortodoxo tradicional.....	31
1.3.2. “Campineiros” e a defesa do esgotamento do modelo dos anos 2000.....	35
1.3.3. Maior incerteza e conservadorismo creditício na visão pós-keynesiana.....	37
Capítulo 2. Comportamento de crédito e crescimento econômico: aspectos teóricos e empíricos.	40
2.1. Crescimento econômico <i>credit led</i> nos modelos do supermultiplicador sraffiano.....	40
2.2. Adaptação de um modelo de supermultiplicador ao caso brasileiro da virada da década.....	45
2.3. Fatos estilizados sobre o crédito no Brasil.....	49
2.3.2. Peso do endividamento para as famílias e a armadilha do comprometimento.....	52
Capítulo 3. Análise empírica e modelo de demanda por crédito.....	65
3.1. <i>Review</i> dos artigos que estimam demanda por crédito.....	65
3.1.1. Trabalhos empíricos sobre influência do crédito.....	66
3.1.2. Trabalhos empíricos sobre condicionantes da oferta de crédito para consumidor no Brasil	69
3.1.3. Trabalhos empíricos sobre a influência de variáveis exógenas no comportamento do crédito	71
3.2. Estratégia empírica adotada.....	74
3.3. Estimação VEC.....	82
3.3.1. Raiz Unitária.....	83
3.3.2. Cointegração.....	84
3.3.3. Resultados da estimação VEC.....	85
3.4. Significados macroeconômicos do resultados da estimação.....	88

Conclusão.....	89
Bibliografia	91
Anexo.....	100

INDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

GRÁFICO 1- EVOLUÇÃO DO PIB PER CAPITA (1988-2013).....	16
GRÁFICO 2- FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO (FBKF) 1995-2014 EM MILHÕES DE R\$ (REF. 2000)	17
GRÁFICO 3: MUDANÇAS NA PARTICIPAÇÃO DO 1% MAIS RICO E OS 50% MAIS POBRES NA RENDA E A VARIAÇÃO DO ÍNDICE DE GINI.	18
GRÁFICO 4: VARIAÇÃO PERCENTUAL DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO (FBKF) TRIMESTRAL EM RELAÇÃO AO ANO ANTERIOR 2010-2015.....	48
GRÁFICO 5: SALDOS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS POR CONTROLE DE CAPITAL EM MILHÕES DE R\$ EM 1995-2018.	51
GRÁFICO 6: PESO DAS DÍVIDAS DAS FAMÍLIAS EM RELAÇÃO A RENDAS ACUMULADAS EM 12 MESES 2005-2018 (EM %).....	52
GRÁFICO 7: COMPROMETIMENTO DE RENDA DAS FAMÍLIAS COM O SERVIÇO DA DÍVIDA COM O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SÉRIE 19881) - COM AJUSTE SAZONAL - %	54
TABELA 8: COMPOSIÇÃO DAS DÍVIDAS DAS FAMÍLIAS PAULISTANAS.....	57
GRÁFICO 9:TAXAS MÉDIAS DE JUROS DE CARTÃO DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA 2011-2018	58
GRÁFICO 10: SÉRIE HISTÓRICA DA PEIC – PERCENTUAL DE FAMÍLIAS.....	59
GRÁFICO 11 SPREAD MÉDIO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA	62
GRÁFICO 12: SALDO EM 12 MESES DA CRIAÇÃO E DESTRUIÇÃO DE EMPREGOS FORMAIS SEGUNDO A SÉRIE DO CAGED.....	76
GRÁFICO 13: PERCENTUAL DAS CONCESSÕES DE CRÉDITO CONSIGNADO MENSAIS SOBRE O TOTAL DE CONCESSÕES DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA MENSAIS 2011-2018.	77
GRÁFICO 14: VARIAÇÃO DAS CONCESSÕES MENSAIS DE CRÉDITO CONSIGNADO E CRÉDITO TOTAL MENSAL PARA PESSOA FÍSICA NOS ÚLTIMOS 12 MESES 2011-2018(EM MILHÕES DE R\$).....	79
GRÁFICO 15: VARIAÇÃO MENSAL DA CONCESSÃO DE CRÉDITO LIVRE, DIRECIONADO E TOTAL(EM MILHÕES DE R\$).	80

GRÁFICO 16: PRAZO MÉDIO DAS CONCESSÕES DE CRÉDITO PARA PESSOAS FÍSICAS: TOTAL, LIVRES E DIRECIONADO (EM MESES)	81
TABELA 17 : TESTE DE RAIZ UNITÁRIA DICKEY-FULLER AUMENTADO (ADF).....	83
TABELA 18: TESTE DE RAIZ UNITÁRIA DICKEY-FULLER-GLS (DF-GLS).....	83
TABELA 19: TESTE DE RAIZ UNITÁRIA KWIATKOWSKI-PHILLIPS-SCHMIDT SHIN (KPSS).....	84
TABELA 20: TESTE DO TRAÇO	85
TABELA 21: TESTE DO MÁXIMO AUTOVALOR.....	85
TABELA 22: VETOR DE COINTEGRAÇÃO. CAGED, PRAZO, SPREAD E PRAZOS	86
GRÁFICO 23: DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA DE CC_12:	86
TABELA 24: FUNÇÃO IMPULSO-RESPOSTA:	87

Introdução.

Em grande parte essa dissertação tenta se inserir dentro de uma série de tentativas por parte de economistas do grupo de economia política da UFRJ de responder a principal pergunta que se fazem os especialistas frente a uma reversão tão aguda nos últimos 5 anos: “afinal como chegamos a esse ponto?”.

A resposta a esta pergunta passa obrigatoriamente pelo entendimento da reversão inicial ocorrida já em 2011 que interrompeu de forma relativamente brusca o ciclo expansivo dos anos 2000. Nesta quebra de tendência aparece como elemento crucial o comportamento do crédito para consumo das famílias.

As perspectivas debatidas na virada da década de 2000 para a atual eram quase unanimemente positivas. A redemocratização iniciada com o fim dos governos militares, seguidos da Constituição Cidadã de 1988 e as eleições de 1989 viam a segunda transição democrática de governo seguida de um presidente eleito para outro, no caso a primeira presidenta da história brasileira e o quarto mandato seguido concluído de um presidente eleito. A crise internacional parecia ter sido superada internamente após um ano de robustos 7,5% de crescimento do PIB e havia um calendário de grandes eventos esportivos, a Copa do Mundo da FIFA em 2014 e as Olimpíadas de 2016, reforçando esse sentimento positivo em relação à década que se iniciava.

Porém a realidade foi se mostrando muito mais dura: a pior recessão do período republicano, uma taxa de desemprego média de 13% em meados de 2018, uma queda do investimento público para níveis historicamente baixos e com a expectativa, segundo o FMI, de que apenas em 2021 se voltará ao nível de produto de 2014.

O consumo das famílias foi a grande “estrela” dos anos Lula, e não se pode contar história do período sem discutir questões como o crédito consignado, a compra de eletrodomésticos a prazo, a bancarização de parcelas expressivas de extratos sociais mais baixos. A introdução efetiva de uma grande parcela da população no consumo de massa, realizando parte do ideário desenvolvimentista (Furtado, 1966), via crédito quando revertida teve o sentido inverso do ocorrido no período virtuoso de expansão: desacelerar fortemente a economia, com

efeitos negativos, por exemplo, sobre arrecadação fiscal e sobre o superávit primário, que seriam elementos centrais a exigir uma solução de tal suposta “crise fiscal” que acabou, através das políticas iniciadas em 2015 jogar o país na sua maior recessão.

Assim, o entendimento do comportamento da demanda por crédito e seu impacto no ciclo econômico é um pré-requisito para o próprio entendimento da grave crise pós 2015 e quais instrumentos podem ser mais eficientemente usados para sua reversão.

Essa dissertação foi estruturada num sentido que mapeia inicialmente os aspectos mais gerais da desaceleração do crescimento observada no 1º governo Dilma, para depois dissecar o impacto ea importânciados gastos autônomos que não geram capacidade produtiva no crescimento nacional. Além disso debruçar-se sobre a dinâmica do endividamento das famílias bem como aspectos quantitativos do comportamento do crédito no período e dos spreads. Finalmente testa-se empiricamente os determinantes da demanda por crédito pessoal, através de um modelo econométrico.

Para alcançar os objetivos acima propostos esta dissertação será organizada da seguinte forma. O primeiro capítulo se inicia apresentando questões macroeconomicamente marcantes em relação aos últimos 15 anos, sintetizando o contexto geral. Após isso, na seção 1.2., a partir de uma perspectiva heterodoxa (seguidora do principio da demanda efetiva), a periodização desses anos em três grandes momentos: aceleração, desaceleração e recessão, principalmente analisando a influência das variáveis creditícias em cada etapa. A partir da seção 1.3. destaca-se uma seleção de outros pontos abordados por diferentes representantes de escolas relevantes no debate macroeconômico brasileiro. O propósito é basicamente estruturar os temas-chave, detalhes que são caros a cada um e a visão dos mesmos em relação ao crédito para consumo.

No segundo capítulo, são apresentados os dois principais motivos defendidos nesse trabalho para explicar parte do desastre econômico e social brasileiro dos últimos anos. O primeiro seria a desaceleração dos gastos autônomos como um todo na virada da década. A alteração do mix de políticas públicas, com maior peso a desonerações fiscais e estímulos a taxa de lucro do setor industrial, adotadas na virada da década teria sido decisiva para uma piora das condições gerais da economia como um todo, e conseqüentemente, das possibilidades de endividamento das famílias. Partindo do entendimento que o produto é liderado pela demanda

(Kalecki 1977; 1983), a teoria do supermultiplicador sraffiano (Serrano, 1995) enfatiza os gastos autônomos não criadores de capacidade como indutores do crescimento. Dessa forma, uma vez que o gasto financiado por crédito pode ser considerado um gasto autônomo, tal teoria encaixa-se nesta análise e a apresentação de modelos de crescimento sraffianos contribuem para um melhor entendimento do que está sendo apresentado. Em seguida, na seção 2.2., o outro grande problema, esse mais ligado a questão da oferta de crédito brasileira, que é o grande peso das amortizações. São discutidos motivos e causas para essa questão complexa que definitivamente não foi solucionada.

Encerra-se, no último capítulo, com um ensaio econométrico sobre relação entre emprego e demanda por crédito por parte das famílias. Os resultados obtidos corroboram o ponto defendido nesse trabalho que para um bom entendimento da demanda por crédito para consumo é preciso levar em conta situação do emprego e de outras variáveis no Brasil. Inicia-se na seção 3.1. uma revisão de parte relevante da literatura empírica sobre crédito para consumo no Brasil e a forma que se estrutura sua relação com crescimento econômico e condicionantes da oferta e demanda creditícias. A partir da seção 3.2. os fundamentos do próprio modelo Vetorial de Correção de Erros (*VEC*) que foi aqui desenvolvido visando identificar a influência do saldo de criação de empregos na concessão de crédito livre mensal para as famílias entre 2012 e 2018.

Capítulo 1. Crédito e a política econômica no Brasil desse século: fatos e análises.

As duas décadas entre meados dos anos 1990 e 2014 apresentam importantes excepcionalidades a serem ressaltadas como exceção em comparação ao resto da história brasileira, como a democracia vigente no período. Há inúmeras discussões em diferentes campos sociais (inclusive partidários) em relação aos méritos e às principais razões que levaram a esse período de relativa prosperidade, especialmente nos anos 2000, em diversos campos num país de tamanhas dificuldades e atrasos históricos como o Brasil. Inevitavelmente o debate costuma refluir em relação aos méritos e deméritos dos presidentes eleitos nos anos 1990 e no presente século dos dois grandes partidos brasileiros, no caso Fernando Henrique Cardoso do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB) e os dois presidentes do Partido dos Trabalhadores (PT), Luis Inácio Lula da Silva e Dilma Vana Rousseff. Como não se trata do foco desse trabalho, essas comparações serão abordadas superficialmente e a prioridade será dada aos últimos 15 anos¹. Além disso, é necessário introduzir e discutir o principal objeto do trabalho, o comportamento do crédito para consumo no período, é necessário introduzir certas questões, especialmente ligadas ao crescimento do produto, redução de desigualdades sociais e outros termos gerais da macroeconomia no período. A próxima seção aborda e discute o primeiro dos debates sobre o tema: o crescimento com distribuição e crédito, mais centrado em fatos estilizados. A seção 1.2 por sua vez apresenta e discute a análise do grupo de economia política da Universidade Federal do Rio de Janeiro em relação ao período abordado, em especial em relação a questão do crescimento e estagnação do mercado de crédito para consumo. Encerra-se esse capítulo com a seção 1.3. apresentando visões de diferentes abordagens presentes no debate sobre este e outros temas macroeconômicos: ortodoxia *mainstream* ou consenso vigente, “campineiros” e pós-keynesianos.

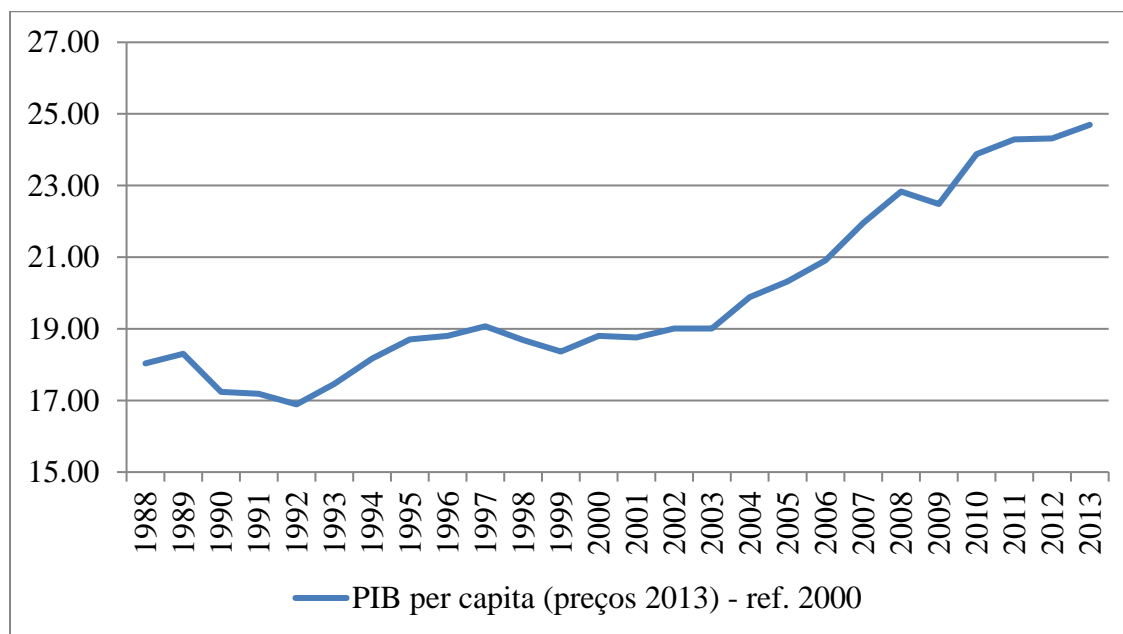
¹Da forma mais sintética possível, para uma análise sobre a economia brasileira no período abordado feita por economistas mais ligados ao PSDB, e à visão liberal, ver Itaú Asset Management, 2018 enquanto para uma visão oficial do PT, feita por intelectuais ligados ao partido e seus governos, ver Sader, 2012.

1.1. Crescimento com distribuição e crédito: fatos estilizados dos anos 2000.

Durante o governo Lula, em especial durante seu 2º mandato (2006-2010), observou-se um período de melhora do crescimento econômico e da distribuição de renda em relação ao passado recente. O crescimento do PIB entre 2004 e 2010 foi de 4,4%, mais que o dobro da média anual dos 23 anos anteriores². O mesmo não pode ser dito do mandato concluído de sua sucessora, a presidenta Dilma: a média do crescimento entre 2011 e 2014 regride para tímidos 2,1%, mais semelhante ao patamar anterior e culmina no desastre social³ e econômico a partir de 2015.

Em termos de PIB per capita, segundo dados do IBGE, pode-se observar no Gráfico 1 a aceleração do crescimento a partir de 2004, com 25,6% de crescimento observado entre 2003 e 2010 e o início de um novo *platô* a partir de 2011, semelhante ao que pode ser observado entre 1997 e 2003.

Gráfico 1- Evolução do PIB per capita (1988-2013)



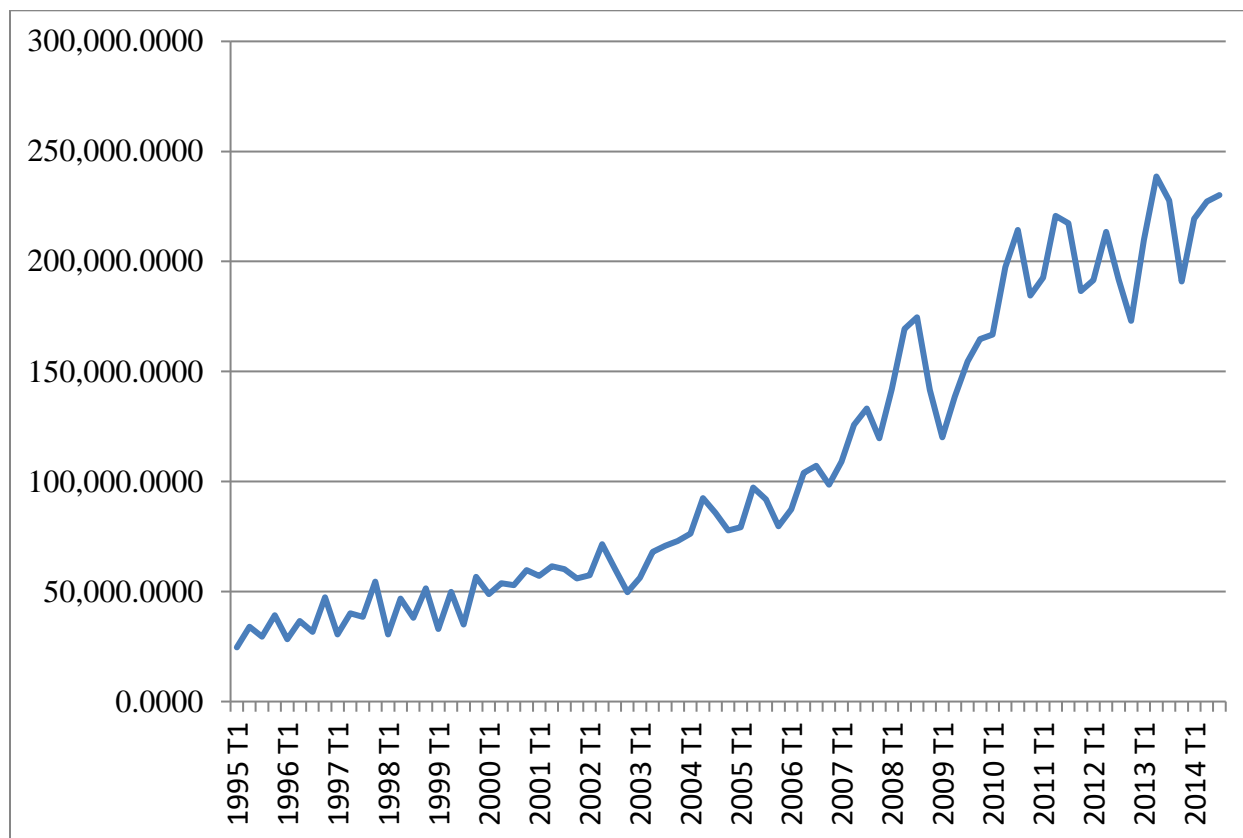
Fonte: IBGE

²A diferença é ainda maior se comparado o PIB per capita: 0,2% ao ano entre 1980-2003 e 3,3% entre 2003-2011

³ Segundo microdados da PNAD contínua, divulgados em 11 de abril de 2018, o número de pessoas em situação de extrema pobreza no país passou de 13,34 milhões em 2016 para 14,83 milhões no ano passado, o que significa aumento de 11,2%.

O mesmo padrão (aceleração nos anos 2000 e platô no início da década atual) pode ser destacado em relação à formação bruta de capital fixo no Gráfico 2.

Gráfico 2- Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) 1995-2014 em milhões de R\$ (ref. 2000)



Fonte: IBGE

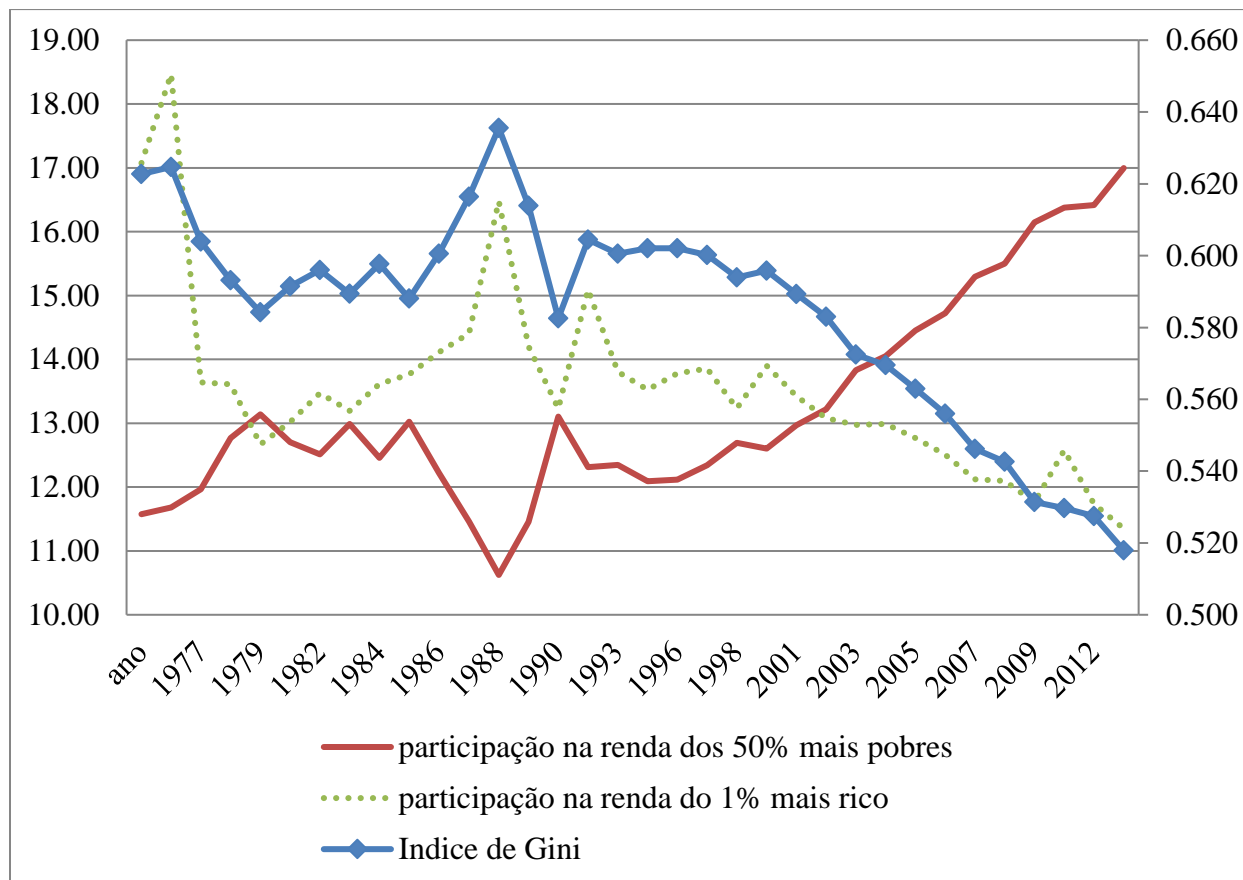
O outro lado, e talvez o mais impressionante, que a melhora nas taxas de crescimento econômico, foi a redução das desigualdades e da pobreza observadas no período⁴. Houve uma generalizada redução da extrema pobreza e da pobreza como um todo. Segundo o IPEA, o número de indivíduos extremamente pobres⁵ cai de aproximadamente 26,2 milhões de pessoas em 2003 para cerca de 8,1 milhões em 2014. Ampliando para a categoria de pobres, seguindo o mesmo critério, a redução é de 61,8 milhões em 2003 para 25,8 milhões. A redução segundo o

⁴ Sobre as razões dos ganhos sociais, aumento da parcela dos trabalhadores na renda nessa década de 2004-2014 ver Serrano & Summa (2018)

⁵ A definição de linha de pobreza foi baseada em necessidades calóricas,

índice de Gini reflete o crescimento do peso na renda dos mais pobres na renda como um todo, como se pode observar no gráfico 3.

Gráfico 3: Mudanças na participação do 1% mais rico e os 50% mais pobres na renda e a variação do índice de Gini.



Fonte: IBGE

Nesse sentido pode-se observar uma grande evolução no acesso a provisão de serviços públicos essenciais por parte do Estado e principalmente, a posse de bens duráveis nas últimas duas décadas. Segundo o IPEA (2013), a partir dos microdados das Pesquisas Nacionais por Amostras de Domicílios (PNAD) entre 1992 e 2012 a população como um todo com posse de

conjuntos básicos de bens duráveis e acesso a serviços⁶ em 1992 era respectivamente 11,1% e 40,6% em 1992 crescendo para respectivamente 46,6% e 59,2%. No período a população que teve acesso a serviços públicos essenciais cresceu 0,9% a.a., enquanto a bens duráveis básicos cresceu o dobro. Houve entre 2003 e 2012 uma democratização do acesso aos bens de consumo duráveis e uma ampla modernização do padrão de consumo da população brasileira. Essa nova configuração de demanda teve grande impacto no mercado de trabalho, observável pela significativa queda na taxa de desemprego e pelo aumento do emprego formal (Mello & Rossi, 2016. p.248).

Analisando os mercados de automóveis e eletrodomésticos, Dória (2013) mostra que da mesma forma que ocorreu na década de 1970, a importância do crédito na expansão desses mercados, especialmente no caso de itens de alto valor unitário. A autora ressalta como o financiamento de produtos de alto valor está frequentemente associado à obtenção de um posto de trabalho formal.

Medeiros (2015) apresenta que a contenção do preço da cesta básica, a elevação do salário de base e a expansão do crédito permitiram amplo deslocamento do padrão de consumo na base da pirâmide social brasileira, com uma redução do peso de questões de sobrevivência básica como alimentação, apesar do aumento da alimentação fora de casa, e maior peso a massificação do consumo de duráveis, automóveis etc. (Medeiros, 2015, p. 74)

Parte dos resultados apresentados no parágrafo anterior pode ser explicado pela aceleração do crédito ocorrida nas décadas recentes.. Ao analisar as séries de operações de crédito privado para pessoa física e para o setor privado como um todo entre 1988 e 2014 do BACEN pode-se perceber que, após um início bastante lento e vagaroso, as operações de crédito crescem de forma intensa após grande estruturação entre 1993 e 1995, e permanecem estagnadas⁷ até o início do *boom* do crédito durante do 1º governo Lula.

⁶ Segundo o IPEA: Conjunto básico de bens = telefone (fixo ou celular), televisão em cores, fogão com duas bocas ou mais, geladeira, rádio e máquina de lavar. Conjunto básico de serviços = eletricidade + coleta de lixo (direta ou indireta) + esgotamento sanitário (rede geral ou fossa séptica ligada à rede) + água (rede geral). Excluídas áreas rurais da região Norte (exceto Tocantins). Valores de 1994, 2000 e 2010 obtidos por interpolação linear

⁷ As operações de crédito ao setor privado, segundo o BACEN saem de 401 milhões de R\$ em dezembro de 1992 para 12,5 bilhões 12 meses depois e para 158 bilhões 24 meses depois. Porém a partir desse momento estabilizam e crescem moderadamente até meados de 2003.

Após a implantação do Plano Real, diferentes setores foram contemplados com programas de reestruturação, segmentados em três extensos programas, a saber: o Programa de Estímulo à Recuperação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF). O Proer, entre 1995 e 1997, levou a que alguns grandes bancos como o Nacional, o Bamerindus e o Econômico fossem saneados e colocados à venda. A implementação do Proes implicou a intervenção, a federalização das dívidas estaduais e a privatização da maioria dos bancos estaduais no âmbito do Programa de Reestruturação Fiscal e Financeira dos Estados. Por fim, o PROEF permitiu a transferência de ativos com problemas de liquidação para a Empresa Gestora de Ativos (ENGEA). Esse processo contribuiu para a retração do crédito, que decaiu de 34 pontos percentuais (p.p.) do PIB, em dezembro de 1995, para 26 p.p. do PIB, em dezembro de 2002, e levou a uma queda expressiva da participação dos bancos públicos na oferta de crédito (Mora, 2014, p. 8).

Inicia-se um novo patamar de crescimento do crédito para consumo a partir de 2004. Em dezembro de 2003, o valor das operações de crédito para pessoa física beirava os 100 bilhões de reais e para o setor privado como um todo aproximadamente 403 bilhões. Em dezembro de 2014 os valores saltaram respectivamente para aproximadamente 808 bilhões e 2,8 trilhões de reais.

Discutir o papel do crédito para o consumidor nos períodos: (i) aceleração (2004-2010), (ii) inflexão (2011-2014) e (iii) recessão (a partir de 2015) é um dos pontos centrais deste trabalho. A escolha do tema se dá, principalmente, pela importância do crédito como catalisador do processo de crescimento econômico, como destacado por Martins & Ferraz (2011), Dos Santos (2013), Serrano & Summa (2015) entre outros. O crescimento observado na década de 2000 depende da evolução da renda disponível real, que está diretamente ligada as condições observadas no mercado de crédito, seja em relação à disponibilidade das linhas de crédito, seja em relação às taxas juros praticadas.

A importância do crédito como parte essencial do processo de crescimento econômico é bastante consensual nas diversas correntes macroeconômicas. De um ponto de vista do funcionamento da lógica neoclássica favorece a escolha intertemporal dos agentes no horizonte

infinito. Do ponto de vista do referencial pós-keynesiano⁸ é possível postular a importância do crédito para consumo como um importante gerador de demanda efetiva autônoma, e consequentemente de crescimento do produto.

Enfatizando os condicionantes da demanda por crédito, Martins & Ferraz (2011) apresentam que as famílias contam com apenas duas opções: crédito ou autofinanciamento. O que determinaria a contratação de um empréstimo ou não é se as parcelas do mesmo poderão ser pagas frente a uma margem de comprometimento da renda e dadas expectativas futuras quanto à mesma. Nesse sentido a ampliação dos prazos exerce um papel relevante na diluição do valor das parcelas que passam a comprometer uma parcela menor da renda. O grau de endividamento é também um fator relevante nestas decisões. (ibid, p. 273). Quanto menores as taxas básicas de juros e os *spreads* embutidos, menor o custo relativo dos empréstimos, o que favorece sua utilização. Por fim, quanto menor o grau de endividamento dos agentes, maior a possibilidade dos mesmos ampliarem seu endividamento, o que favorece a ampliação do crédito na economia (ibid, P. 274).

A respeito do aprofundamento do Mercado de Crédito Brasileiro, deve-se destacar que as operações de crédito com destino às famílias (leia-se pessoas físicas) podem ser consideradas o carro-chefe deste processo. A média da variação em 12 meses das operações desta categoria ao longo de todo o período (2004-09) foi de 29,5%, frente a 19,6% das demais categorias. Com isso, as operações de crédito a pessoas físicas passaram a ocupar a primeira posição em termos de participação relativa no total dos empréstimos: no final de 2003, a mesma representava 23,7% das operações totais, fatia que se ampliou para 32,8% ao final de 2009, superando inclusive a parcela do crédito à indústria (que representava 27,1% e 21,5% do total ao final de 2003 e 2009, respectivamente) (Martins & Ferraz, 2011, P.271).

Um dos elementos presentes dessa década que terminava era a expansão do consumo das famílias, principal indutor do crescimento do PIB e do investimento no País (Serrano & Summa, 2015). Entre 2004 e 2010 o consumo anual das famílias cresceu em média 5,3%, desacelerando

⁸ A definição aqui presente de “pós-keynesianos” segue basicamente a taxonomia feita por Lavoie (2011) que envolveria todo o arcabouço teórico de Keynesianos fundamentalistas, Sraffianos, Kaleckianos, institucionalistas e Kaldorianos.

para 3,1% entre 2011 e 2014⁹. Após 2003 as condições internacionais trouxeram consigo a redução das taxas de juros nos Estados Unidos e a diminuição dos spreads para os mercados emergentes em geral, incluindo o Brasil. Isso abriu margem para, apesar da política monetária conservadora do Banco Central do Brasil (BACEN) cuja prioridade era atingir as metas de inflação próprias do tripé macroeconômico, uma redução dos juros reais domésticos, mesmo preservando o diferencial de juros positivo em relação à taxa de juros externa¹⁰. Além de questões exógenas ao mercado de crédito nacional ocorreram decisões de política econômica que foram importantes para esse processo. No início do 1º governo Lula duas políticas deliberadas mudaram as bases do mercado de crédito nacional: a modalidade de crédito à pessoa física conhecida como crédito consignado¹¹ e a bancarização da população de baixa renda¹². O que se seguiu foi um vigoroso aumento do crédito, inclusive de forma “extensiva” no sentido da incorporação de camadas mais pobres da população ao mercado.

O estímulo à inclusão bancária e ao crédito para as famílias, somado a distribuição de renda via políticas de transferências e aumento salarial eram pilares estratégicos do governo à época. Segundo Bielschowsky (2014) a constituição de um mercado de consumo de massas era uma estratégia econômica deliberada dos governos petistas e fora explicitada no programa do partido em 2002 e nos PPA elaborados ao longo do governo Lula. A massificação do consumo teria a capacidade de estimular a estrutura produtiva doméstica de forma a atender a ampliação da demanda e, por meio de ganhos de escala das empresas domésticas, proporcionar aumentos de produtividade e crescimento econômico (Bielschowsky, 2014).

O que se observou, segundo dados do BACEN, foi um aumento do crédito à pessoa física em uma proporção de 7,3% do PIB em dezembro de 2004 para 14,9% no mesmo mês de 2010, sendo que 65% do crédito livre era de crédito consignado (SICSÚ, 2017, p.14). A introdução do consignado alterou o perfil do crédito pessoal ao repercutir tanto sobre a taxa de juros média ao

⁹ Em contraste com o período anterior durante os 24 meses de 2015 e 2016 o consumo das famílias recuou impressionantes 7,4%. Em 2017 cresceu 1%.

¹⁰ Sobre o funcionamento do regime de metas de inflação, com a forte relação entre juros e câmbio por um lado e entre câmbio e inflação de outro ver Freitas (2006).

¹¹ “O crédito consignado é uma modalidade de empréstimo em que o desconto da prestação é feito diretamente na folha de pagamento ou no benefício previdenciário do contratante. Portanto, uma parte do que é recebido pelo funcionário público, celetista ou beneficiário da Previdência Social é consignada e transferida diretamente ao banco empregador.” (Sicsú, 2017, p. 11).

¹² Sobre a importância do crédito direcionado e dos bancos públicos, em especial o BNDES, durante o 1º governo Lula ver Torres Filho, 2006.

ano (a.a.) (que caiu de um patamar de 80% a.a em dezembro de 2003 para aproximadamente 40% a.a no mesmo mês de 2010), quanto sobre o prazo (com a ampliação do prazo médio de duzentos dias em dezembro de 2003 para mais de 550 dias no mesmo mês de 2010) (Mora, M., p. 17).

Essa expressiva ampliação do crédito à pessoa física coincide com a maior contribuição do consumo das famílias para o crescimento, passando de 6% em 2004 para 16% 10 anos depois. (Paim, 2015, p. 11). O saldo acumulado de operações de crédito, que representava 25,5% do PIB em janeiro de 2002, alcançou 49,2% do PIB em dezembro de 2012. Dentro desse total, o saldo da carteira de crédito de pessoas físicas aumentou dez pontos percentuais em relação ao PIB nos últimos dez anos, passando de 14% em março de 2007 para mais de 24,9% em dezembro de 2016. (Carvalho, 2018, p.25). Serrano e Summa (2015), ao discorrerem sobre esse período, ressaltam que o consumo privado aumentou tanto diretamente através do efeito da renda disponível sobre o consumo quanto indiretamente através do efeito da incorporação de mais trabalhadores no setor formal e com acesso facilitado a crédito¹³.

¹³ Carvalho (2018) menciona que curiosamente ao longo do primeiro governo Lula, alguns dos mesmos setores do lado conservador da plataforma lulista mais ligados a setores empresariais, deslocaram suas críticas à in experiência e irresponsabilidade do PT para o ritmo insuficiente de crescimento, criticando o excesso de conservadorismo fiscal e monetário implementado até então. Ajudaram assim a criar o apoio político-social para uma política econômica voltada para um maior crescimento do produto em detrimento da política ortodoxa mais extremada do ministro da fazenda Antônio Palocci.

1.2. A análise geral do grupo de economia política da UFRJ: Otimismo, inflexão e depressão

A seção anterior discutiu os resultados macroeconômicos dos governos petistas, em especial o protagonismo do crédito para a aceleração do consumo das famílias e sua influência no crescimento do produto nos anos 2000. Essa seção pretende abordar de forma resumida explicações e causas da desaceleração econômica que ocorreu a partir de 2011, especialmente pelo lado do crédito para o consumidor, um dos grandes elementos para explicar a prosperidade relativa do segundo governo Lula e os problemas que se seguiram na década seguinte na visão desses autores.

A metodologia utilizada nessa seção e defendida nessa dissertação é de que, a partir das contribuições de Keynes e Kalecki, decisões de gasto dos agentes privados e do Estado são os componentes fundamentais para a determinação do produto. Segundo o princípio da demanda efetiva, o nível de emprego e o produto da economia são resultados da realização da demanda, e mais especificamente, de que o crescimento do produto é definido pelos gastos autônomos que não geram capacidade, o supermultiplicador sraffiano (Serrano, 1995)

As três subseções seguintes apresentam a análise desses três períodos diferentes da economia brasileira (ascensão, inflexão e recessão) pela ótica da demanda efetiva e do crescimento liderado pelo gasto autônomo. Para posteriormente apresentar visões divergentes a partir da seção 1.3

1.2.1. Anos Lula e o papel do crédito na aceleração do crescimento

A questão central para Serrano & Summa (2015), em sua discussão sobre a desaceleração rudimentar da economia Brasileira no 1º governo Dilma, pelo lado do crédito ao consumidor pode ser explicada pela ausência da condição de sustentabilidade da relação dívida/renda disponível ao longo do tempo, o que limitaria a expansão do crédito para consumidor. A partir da metodologia de Barba e Pivetti (2009), comentam que no longo prazo o essencial seria a diferença entre as taxas de crescimento da renda disponível dos consumidores¹⁴ e de juros reais

¹⁴ Em relação ao aumento da renda disponível dos consumidores, é necessário comentar sobre a influência dos gastos públicos no período. Lara, Bastos & Rodrigues (2015) mostram que durante os 10 primeiros anos de

da dívida obtida. Porém, a presença ou não de outros fatores, como o patamar de endividamento inicial das famílias, exerce importante influência para definir o quão explosiva esta esse endividamento. O que pode ter ocorrido no caso brasileiro foi que esses fatores secundários amenizaram o crescimento da relação entre dívida e renda da sociedade como um todo, apesar do grande crescimento do crédito ao consumidor.

No princípio do boom de consumo em janeiro de 2005, a proporção da dívida das famílias com a renda familiar de 12 meses foi de apenas 18%, crescendo para 46% em 2014. Excluindo crédito habitacional residencial os números são respectivamente 15,3% e 28,4%. Além disso, argumentam que durante o 2º governo Lula as taxas de juros reais eram altas, porém decrescentes e com a duração de empréstimos crescentes, especialmente para compra de bens duráveis e carros. A questão mais problemática desse modelo extensivo é a manutenção do ritmo de consumo baseado no crédito, que exigiria que esses fatores secundários continuassem. Ou seja, seguindo Serrano & Summa (2015), seria necessário ter prosseguido com o processo de redução das taxas de juros reais e aumento dos prazos dos empréstimos dos consumidores e a incorporação de novos mutuários no mercado formal, frutos de uma economia em crescimento.

1.2.2. Dilma I e o papel do crédito durante a inflexão.

A partir da retomada¹⁵ do arrocho fiscal e monetário (meta cheia de superávit primário na parte fiscal e medidas macroprudenciais na parte monetária) entre o último ano do governo Lula e o primeiro ano do governo Dilma, essas condições adequadas observadas anteriormente nunca mais foram resgatadas. Como ressaltam Serrano & Melin (2016), o objetivo principal dessa mudança na política econômica era o de sinalizar que a notoriamente bem-sucedida estratégia seguida até 2010, em que o setor público desempenhou um papel central em promover

governos do PT no país (2003-2012) o impacto fiscal foi expansionista com a exceção de 2003 e 2011, apesar da meta de superávit primário.

¹⁵Lara, Rodrigues e Bastos (2015) em artigo sobre as finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012 dividem esse período do Partido do Trabalhadores no poder em quatro fases: i) de 2003 a 2005, início do governo Lula com a equipe econômica comandada pelo Ministro Antonio Palocci, que aprofundou as medidas de arrocho fiscal; ii) de 2006 a 2008, com a mudança do Ministro da Fazenda (entrada do Ministro Guido Mantega), que manteve o resultado primário elevado, mas em proporção menor que a equipe anterior; iii) em 2009 e 2010, com a utilização do instrumental fiscal para enfrentar a crise externa iniciada em 2008, o que implicou em redução significativa do resultado fiscal e; iv) início do governo Dilma e a retomada do arrocho fiscal no primeiro ano de seu mandato, fazendo o resultado primário aumentar

diretamente o crescimento econômico, seria descontinuada. A estratégia anterior (Bielschowsky, 2014) foi implementada principalmente por meio de estímulos do setor público (incluindo as empresas estatais e os bancos públicos) à demanda agregada, além dos aumentos do salário mínimo acima da inflação corrente, e pela geração de mudanças estruturais no lado da oferta e bens e serviços oferecido pelo Estado ou com regulação estatal, pela via do investimento público. Podemos citar entre as medidas mais “pró-mercado”: i) Em 2011, pela primeira vez desde 1994, não houve aumento real no salário mínimo. ii) Optou-se por cumprir a meta cheia de superávit primário de 3,1%, chegando a 3,74% no acumulado de 12 meses em julho de 2011, embora as regras do Programa de Aceleração do Crescimento e do Projeto Piloto de Investimentos Públicos pudessem ter sido usadas para excluir uma quota de investimento público da meta oficial do primário, trazendo-a para 2,42% do PIB.¹⁶ iii) O BACEN inicia um ciclo de aumento na SELIC entre fevereiro de 2010 e agosto de 2011, trazendo a taxa básica nominal de 8,5% para 12,5%. iv) Medidas macroprudenciais entre o final de 2010 e o início de 2011 para controlar o crédito ao consumidor e frear um dito superaquecimento da demanda agregada.

Como explicita Lara (2015), ascendia no debate público, e também dentro do próprio governo, o diagnóstico de que o ciclo de crescimento dos anos 2000 havia sido “demasiadamente baseado nos gastos de consumo”, em detrimento dos investimentos e da competitividade das exportações. Seria necessária uma “correção de rota” a partir da desvalorização cambial, visando estimular exportações, e a queda da taxa de juros real, para estimular o investimento do setor privado. Isso seria viabilizado a partir do freio tanto da demanda via gasto público quanto via consumo financiado por crédito ao consumidor. A partir dessa melhora da lucratividade do setor privado ocorreria uma nova aceleração econômica, agora liderada pelos investimentos privados e exportações, e não majoritariamente pela demanda das famílias e gasto público.

As medidas macroprudenciais adotadas pelo BACEN na transição das gestões Meirelles e Tombini incluíram o aumento do depósito compulsório dos bancos¹⁷, um aumento do capital

¹⁶ Meta de superávit que foi bastante elogiada por Armínio Fraga em entrevista “Isso foi muito bom. Fui o primeiro a elogiar (a decisão do governo) e mantenho o elogio. Sei que esse é um trabalho difícil, só quem está lá dentro sabe o quanto, e é excepcional o que estão fazendo.” Valor Econômico, 9/12/11

¹⁷ “O Banco Central (BC) anunciou aumento no depósito compulsório que os bancos têm de fazer diariamente. Os valores subiram de 15% para 20% do compulsório sobre depósitos a prazo e de 8% para 12% na alíquota adicional de compulsório sobre depósitos à vista e a prazo. Com as mudanças, os bancos terão de recolher R\$ 61 bilhões a

mínimo exigido dos bancos para empréstimos ao consumidor de prazos mais longos, aumento de 2,38% para 6,38% a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de compras no exterior com cartão de crédito em março de 2011 e aumento do percentual mínimo de pagamento de cartões de crédito.

Entre os impactos de tais medidas podemos mencionar o crescimento do comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro, que segundo dados do BACEN, salta de 19,12% de comprometimento da renda em outubro de 2010 para 22,9% em novembro do ano seguinte. Em relação a essas medidas, Serrano & Summa (2015) comentam que a lógica por trás delas é de difícil compreensão. A idéia essencial era evitar um excesso de demanda por crédito que poderia levar a um sobreendividamento das famílias e um aumento da inflação demanda. Os resultados obtidos, podem ser considerados malsucedidos em todas as esferas, pois houve um recrudescimento inflacionário, originário da questão cambial, e um aumento da inadimplência das famílias e do comprometimento da renda.

A ampliação dos objetivos perseguidos na questão cambial entra na questão, pois havia o claro e explícito interesse em alcançar um patamar da taxa de câmbio supostamente competitivo, com o propósito de conter a deterioração da competitividade da indústria brasileira (seja no mercado externo, seja no mercado interno). Segundo o próprio governo federal o ajuste fiscal visava arrefecer a expansão da demanda agregada e assim abrir caminho para a redução da meta SELIC pela autoridade monetária (Cagnin et al., 2013, p. 179).

Um novo arranjo de política econômica, com uma transição de um modelo mais *wage led*¹⁸, de crescimento puxado por gastos públicos, investimento público e consumo das famílias, para adoção de uma política monetária mais agressiva, porém com um maior protagonismo do investimento privado via melhora nas condições do câmbio e desonerações e uma redução do papel do Estado na economia já suscitava críticas pelos resultados fracos em matéria de crescimento do PIB já em 2012:

mais ao BC. Ver <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2010/12/03/bc-aumenta-compulsorio-de-bancos-e-tira-r-61-da-economia.htm>

¹⁸Sobre o debate em relação a bem sucedida estratégia de *wageledgrowth* presente nos anos 2000, a má sucedida tentativa do governo Dilma de estimular crescimento aumentando margem de lucro dos empresários e o debate entre o campo *profit led* e *demand led* no debate heterodoxo brasileiro ver Carvalho & Rugitsky (2015)

“Nesse quadro, a orientação recente da política monetária, que parece buscar uma redução do diferencial de juros, poderá contribuir para a manutenção de uma taxa de câmbio mais competitiva e, por essa via, conter a perda de competitividade das exportações brasileiras. Caso prevaleça, entretanto, a concepção de que a redução da taxa básica de juros está condicionada à manutenção de uma política fiscal mais “austera”, então a política econômica estaria encaminhando a solução de um problema ao mesmo tempo em que cria outro. Ainda que o crescimento das exportações seja central do ponto de vista da sustentabilidade das condições externas (ver Carta de Conjuntura FEE, ano 20, n. 10), os dados aqui apresentados sugerem que, dificilmente, isso será suficiente para retomar o crescimento. Para tanto, será necessário retomar o crescimento da demanda doméstica e, nas atuais circunstâncias, isso parece depender, sobretudo, de uma orientação mais expansionista da política fiscal.”(LARA, F., 2012, p. 7)

Sob a perspectiva sraffiana este foi uma péssima decisão, de natureza política, no sentido de apaziguar ânimos e anseios de grupos produtivos que exerciam pressão sobre o governo. Assim como quedas na rentabilidade em si não reduzem o investimento, aumentos da margem de lucro pelas diversas formas possíveis não tem, por si só, o impacto positivo persistente sobre o investimento. Isso ocorre, pois não trazem necessariamente a expectativa de expansão da demanda, essencial para necessidade de aumentar a capacidade produtiva.(Serrano & Summa, 2018, p. 180-181).

1.2.3. Dilma um e meio/Temer e o papel do crédito durante a depressão

Como apresentam Serrano & Melin (2016), a guinada rumo ao ajuste recessivo conservador na transição entre o 1º e o 2º mandato da presidente Dilma materializou-se em uma combinação sem precedente de cortes de gasto público, elevações sucessivas da taxa de juros reais, um conjunto de medidas para contenção do crédito e a rápida elevação dos preços administrados (tarifas públicas). Ao utilizarem, simultaneamente, diversos instrumentos disponíveis de política econômica para desacelerar a atividade econômica, ao mesmo tempo em que permitiam que ocorresse uma substancial desvalorização cambial, as autoridades brasileiras conduziram o país à maior recessão econômica em décadas¹⁹. Como mencionam Aidar & Bastos (2018), entre o início da recessão no fim de 2014 e o primeiro semestre de 2017 o PIB per capita reduziu-se 10,4%. Entre as medidas pelo lado monetário/creditício que podemos citar é a subida

¹⁹Apenas em 2015, a pobreza subiu 19,3%, com cerca de 3,6 milhões de novos pobres. A média de renda caiu 7%, sendo que a média dos 5% mais pobres caiu 14%(Neri, M., 2017 p. 2)

da meta da SELIC definida pelo COPOM de 11% após as eleições nacionais em outubro para 14,25% em julho de 2015 e uma elevação da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras de 1,5% para 3% a.a.

Séries fornecidas pelo BACEN mostram o quanto as concessões de crédito foram afetadas pela recessão²⁰: As concessões de crédito como um todo caíram entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2017 12,2%; as concessões de crédito para pessoa física entre abril 2015 e setembro 2016 caem 6,7%; as concessões de crédito com recursos livres reduzem-se em 8,3% entre julho de 2015 e fevereiro de 2017; e de forma ainda mais impressionante as concessões com recursos direcionados caem entre outubro de 2014 em junho de 2018 43%, não confirmando no momento se é o vale, ou ainda se reduzirá mais. Durante esse choque recessivo a inadimplência da carteira de crédito da pessoa física vai de 3,66% em junho de 2015 a 4,31% em maio de 2016. A elevação da taxa de inadimplência da carteira de crédito da pessoa jurídica é ainda mais dramática, aumentando progressivamente de 1,9% em dezembro de 2014 até o pico de 3,99% em maio de 2017. A Inadimplência do crédito especial, considerando a média móvel de 12 meses a partir de junho de 2014 eleva-se de 12,57% até 15,76%. Prossegue em maio de 2018 acima de 14%.

A opção pela “terapia de choque” personificada na escolha do ministro da Fazenda Joaquim Levy ao longo de 2015²¹, pelo lado do crédito possuía contradições graves desde o princípio. Bastos & Lara (2015) comentam sobre o ajuste fiscal promovido pelo governo Lula em 2003, em paralelo ao ajuste de 2015, lembrando as condições vigentes na época e as poucas semelhanças com as condições presentes em 2015; e a constatação que a retomada do crescimento a partir de 2004 aconteceu apesar dessa estratégia fiscal e monetariamente conservadora. O consumo das famílias, elemento marcante dos “anos Lula”, teve seu comportamento induzido em parte pelo crescimento da renda, especialmente salários, e outra parte autônoma, fortemente influenciada pelas condições de crédito. Após cair em 2003, o saldo das operações de crédito para pessoas físicas como proporção do PIB praticamente mantém o

²⁰ Os dados foram retirados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do BACEN, sendo todas comparações entre o maior valor alcançado às vésperas do aprofundamento da crise econômica e o menor valor.

²¹ Sobre os resultados da escolha do Ministro da Fazenda Joaquim Levy, economista ortodoxo que apoiara a oposição conservadora e principalmente as consequências políticas da adoção da agenda de “choque” dos adversários políticos meses após a mais disputada e polarizada eleição presidencial da história da Nova República ver <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/andresinger/2015/07/1651632-virada-conservadora.shtml>

mesmo patamar em 2004 e recupera-se durante 2005, com ênfase na parcela do crédito para pessoas físicas a partir de 2004.

O horizonte de expansão do consumo autônomo via crédito não parecia muito promissor em 2015. Ao contrário do cenário de 2004, ao final de 2014 o saldo das operações de crédito como proporção do PIB já correspondia por volta de 55% do PIB. Não se trata mais, segundo Bastos & Lara (2015), de um mercado deprimido no qual as inovações financeiras induzem com certa facilidade a entrada em massa de novos contratantes, gerando impacto expressivo sobre o consumo de bens duráveis. Ademais, as altas taxas de juros e os prazos reduzidos conformam uma estrutura do crédito no Brasil tal que, mesmo que o volume em relação ao PIB não seja dos mais elevados, há um comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida bastante mais elevado que no período fortemente expansivo de 2005 a 2010. Isso implica menor disposição, ou mesmo capacidade, para expansão do endividamento privado.

Após oito trimestres de queda contínua, o PIB trimestral sai do “vermelho”, apresentando taxas positivas de crescimento nos três primeiros trimestres de 2017. Discutindo a dita “retomada do crescimento” declarada pelos economistas ligados a gestão Temer, Aidar e Bastos (2018) explicam que quanto à expansão creditícia, até outubro de 2017 há uma modesta recuperação frente aos resultados de 2016, no que tange à concessão de crédito às pessoas físicas, mas estagnação no crédito às pessoas jurídicas²². Segundo dados divulgados em 12 de junho de 2018, a perspectiva para 2018 era de que a carteira de crédito para pessoas jurídicas encolheria 2% após uma queda de 6,7% em 2017 em valores nominais²³, enquanto para as pessoas físicas alta de 7,5% em 2018 frente a um aumento de 5,7% no ano anterior. Esse resultado é esperado posto que nenhum elemento, o qual se poderia elencar como relevante para uma mais forte expansão

²² Uma estatística impressionante e que exemplifica bem parte da queda do ao crédito para pessoa jurídica é a série de “Concessões de crédito com recursos direcionados - Pessoas jurídicas - Financiamento com recursos do BNDES total”(20696). Considerando a média móvel de 12 meses a trajetória é quase linear de queda desde o final de 2014, mais de 14 bilhões até dezembro, chegando a 4,2 bilhões em maio de 2018. Sobre a importância do BNDES numa perspectiva minskyiana ver Rezende (2015) e Paim (2013)

²³ “De acordo com a autoridade monetária, a retração nos empréstimos a empresas se dá por causa da queda no chamado crédito direcionado, que inclui empréstimos imobiliários, BNDES e rural. Essas operações seguirão sendo influenciadas pelo processo significativo de desalavancagem financeira das empresas, pelo maior dinamismo do mercado de capitais e dos fluxos de captações externas e pela modificação no custo relativo do crédito direcionado, com repercussões sobre a demanda de recursos no SFN”, diz o BC no relatório.” Em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/06/emprestimos-a-empresas-devem-cair-2-em-2018-diz-bc.shtml>

do crédito se fez presente no período. Pelo lado da oferta, ou das condições de acesso ao crédito, nenhuma inovação financeira de monta ou redução substancial do *spread* foi percebida. Pelo lado da demanda, a recuperação da folha salarial não parece ter uma dimensão capaz de alavancar um novo ciclo de expansão creditícia. Um dado que acompanha esse quadro de moderada evolução positiva é a própria inadimplência das pessoas físicas que apresentou uma melhora entre novembro de 2016 e 2017, caindo de 4,1% para 3,8% do total das operações, e se estabilizando até maio de 2018 por volta de 3,5% segundo dados do BACEN.

Porém, mantém-se a ausência de perspectiva em relação a possíveis novas inovações financeiras, como o crédito consignado na década de 2000, melhora do emprego, da formalização e fragilização do poder de barganha dos trabalhadores como um todo, limitando consumidores elegíveis a tomarem crédito do sistema financeiro, considerando a característica estrutural do mercado nacional.

1.3. Avaliações e análises de outras correntes sobre o mercado de crédito no período

Como em todos os aspectos do debate econômico nacional, diferentes versões a respeito do que se passou no mercado de crédito para o consumidor podem ser encontradas. Da forma como foi dividida, essa sub-seção listará “pólos” relevantes, ortodoxos *mainstream* e diferentes heterodoxos centrando-se em textos majoritariamente teóricos, aplicados a análise do contexto brasileiro. Outros trabalhos, mais centrados em enfoques empíricos, quantitativos, porém metodologicamente ortodoxos na sua maioria; não todos como, por exemplo, Schettini (2012) e Missio, Jayme & Oliveira (2015); alinhados aos conceitos do Novo Consenso Macroeconômico iniciam o terceiro capítulo dessa dissertação.

1.3.1. Reformas microeconômicas e o diagnóstico ortodoxo tradicional

Uma interpretação ortodoxa para o período pode ser encontrada em Fraga Neto em “Notas sobre as sucessivas décadas da economia brasileira de 1960 a 2020” de fevereiro de 2018, falando sobre a década de 2010:

“Em consonância com este receituário (Nova Matriz Econômica), **a taxa de juros alcançou o seu mínimo histórico no início da década, em uma decisão que desafiava**

os fundamentos econômicos vigentes e as deficiências estruturais de nosso país. As boas intenções também geraram severas distorções no mercado de crédito: em um espaço relativamente curto de tempo vimos uma forte expansão do estoque crédito no país, em larga medida mantido pela concessão de subsídios bilionários que não trouxeram os dividendos sociais prometidos à época.”(FRAGA NETO, A., p.14, grifos meus).

Interessante observar em perspectiva que o diagnóstico de Fraga Neto²⁴ à época era consideravelmente menos crítico, como podemos ler em entrevista ao jornal Valor Econômico em dezembro de 2011 em que defende a “ousadia” da queda da taxa de juros da SELIC em agosto do mesmo ano.²⁵

No geral predomina o diagnóstico na ortodoxia brasileira que as questões de oferta no mercado de crédito de consumidores são basicamente questões microeconômicas, cabendo a política monetária e fiscal manter apenas os bons fundamentos do tripé macroeconômico, sem grandes mudanças nos mecanismos bancários e financeiros. No mesmo documento da *Itaú Asset Management*, presidente do Banco Central na gestão Michel Temer, Goldfajn (2018) elogia o esforço do governo Lula entre 2003 e 2006 na implementação de reformas microeconômicas, citando a nova lei de falências, a introdução do crédito consignado e outras inovações pelo lado da informação aos agentes econômicos, relacionando isso a um aumento de produtividade que se seguiu. (Goldfajn, 2018, I., p.12).

Defendendo a atuação do BACEN e do Ministério da Fazenda nos últimos dois anos Fraga Neto resumiu basicamente as mudanças que deveriam ser feitas no crédito brasileiro em entrevista. Além da necessidade de aprofundar o ajuste fiscal dos últimos quatro anos haveria a necessidade de um aperfeiçoamento da lei de falências, da alienação fiduciária no financiamento de imóveis, a adoção do cadastro positivo²⁶ e que o BACEN bloqueasse possíveis atuações predatórias dos maiores bancos em impedir barreiras à concorrência. Diagnósticos muito semelhantes aos de décadas passadas: Mercado brasileiro de crédito teria seus problemas graças

²⁴ Em relação aos subsídios, Fraga Neto se refere basicamente ao crédito para pessoa jurídica, em especial, o BNDES. Em defesa da política de *funding* do BNDES praticada nas últimas décadas ver Torres Filho & Da Costa (2013)

²⁵ Ver Valor Econômico, A HORA REQUER SANGUE FRIO, DIZ ARMÍNIO (9/12/2011)

²⁶ A PL 441/2017 é uma proposta ainda em tramite no legislativo federal que prevê a existência de um banco de dados de bons pagadores de dívidas, basicamente nos mesmos moldes do Serviço de Proteção do Crédito (SPC). Esses “bons pagadores teriam acessos a taxas de menores juros por menor risco de inadimplência.

à incerteza jurídica, especialmente em relação a garantias aos emprestadores, assimetria informacional e baixa competição.²⁷

Analisando retroativamente às vésperas do período que estamos analisando e às eleições de 2002, foi divulgado um documento elaborado por uma série de economistas ortodoxos, entre eles Affonso Celso Pastore, José Alexandre Scheinkman, Marcos Lisboa, Samuel Pessoa, Ricardo Paes de Barros entre outros, que traria um diagnóstico que, em tese, haveria diversidade político partidária e seria marcado pelo método de análise quantitativo e uso de micro dados. O interesse era estabelecer diretrizes, solução de problemas, para o novo governo que se iniciaria no ano seguinte, já naquele momento com claro favoritismo da oposição, em especial do candidato Luis Inácio Lula da Silva. Estabelecer o consenso de que após a estabilização monetária realizada após os dois governos Fernando Henrique Cardoso chegara o momento das reformas microeconômicas, da institucionalização do ajuste fiscal e da focalização da política social a partir de critérios qualitativos. Considerando em perspectiva a nomeação do próprio Marcos Lisboa como secretário de Política Econômica e o próprio documento do Ministério da Fazenda de abril de 2003 “*Política Econômica e Reformas Estruturais*” já dá uma noção do tamanho da influência que essa agenda “social liberal” teria no governo Lula até principalmente a demissão do ministro Palocci em março de 2006.

Em relação ao mercado de crédito privado no Brasil a “Agenda Perdida” apresenta o tema com diagnósticos ligados especialmente a incerteza jurídica, que seria a linha aplicada na nova lei de falências feita no 1º governo Lula, e apresenta o alto spread bancário como um dos responsáveis pelo reduzido nível de investimento na economia brasileira. Seus determinantes seriam de ordem microeconômica e seus principais componentes seriam a cunha fiscal (impostos e tributos cobrados sobre as operações financeiras), o custo administrativo, a provisão para cobrir a inadimplência e o lucro da intermediação financeira. (LISBOA, M., 2002, p.14). O documento do ministério da Fazenda de 2003 coloca o diferencial de *spread* observado nas diversas modalidades de crédito sendo um reflexo, além das eventuais diferenças nos custos de transação e margem líquida dos bancos, a probabilidade de inadimplência (p.13). Como possíveis políticas públicas para estimular a expansão creditícia e a queda do custo do crédito nacional defendia-se:

²⁷ Ver <https://veja.abril.com.br/revista-veja/cenario-de-risco/>

“a)incentivar os esforços de aperfeiçoamento das centrais de informação de crédito, tais como Serasa e Central de Risco do Banco Central, permitindo que os tomadores de empréstimos sejam distinguidos por seus históricos positivo e negativo; b)agilizar a cobrança de passivos trabalhista e fiscal, a fim de reduzir a incerteza sobre o valor das firmas; c)implementar uma reforma da Lei de Falências e Concordatas que, nessas situações, permita o controle das firmas pelos credores e evite a adoção de práticas predatórias; d)forçar o Superior Tribunal Federal a estabelecer jurisprudência quanto à legalidade do anatocismo e da utilização da alienação fiduciária para bens imóveis. e)reformular o Código de Processo Civil, de forma que a execução do principal seja desvinculada de questões sobre o cálculo e a aplicação dos juros, e que o julgamento das operações com garantia tenha prioridade. Além disso, as ações de reconhecimento de dívida e de execução devem ser unificadas no mesmo procedimento jurídico, e os processos iniciados à revelia, ter sua continuidade garantida do ponto em que estiverem nos casos de comparecimento da outra parte.”(LISBOA M., 2002, p. 38)

Além da problemática afirmação da “politização da Justiça”, que teria a tendência de proteger grupos considerados a parte mais fraca nas disputas levadas aos tribunais, as medidas no documento, e vale o mesmo para o documento do Ministério da Fazenda no ano seguinte, são basicamente um diagnóstico sobre a necessidade de reformas microeconômicas centradas na melhora informacional, visando aumento da concorrência e limitação dos subsídios.

O diagnóstico prossegue muito semelhante mais de 15 anos depois. Em abril de 2018, em audiência na Comissão de Assuntos Econômicos no Senado, o presidente do BACEN, Ilan Goldfajn, comentando sobre o ritmo de queda do preço dos empréstimos se manter inferior ao do custo de captação afirma que a instituição tem atuado para enfrentar essas causas que seriam custo operacional e regulatório do sistema financeiro, a falta de boas garantias, a necessidade de mais informação no sistema, os subsídios cruzados (parte dos clientes bancários, como os depositantes de caderneta de poupança e tomadores de crédito com juros mais altos, estariam bancando empréstimos mais baratos, como o imobiliário e o rural), os altos compulsórios [parte do dinheiro depositado que os bancos são obrigados a recolher ao BC] e a necessidade de estimular a concorrência²⁸²⁹. Interessante observar que em perspectiva o próprio Marcos Lisboa passou a ter críticas sobre a regulação bancária estruturada nos anos 1990, criticando a regulação bancária brasileira, “cara e ineficaz”, com os bancos “ganhando dinheiro com seguro,

²⁸ <https://exame.abril.com.br/economia/bc-nao-esta-satisfeito-com-ritmo-de-queda-dos-juros-do-credito-diz-goldfajn/>

²⁹ Grande parte da perspectiva atual do governo em relação ao crédito pode ser resumida na “agenda BC+” apresentada em dezembro de 2016. Ver mais em <https://www.poder360.com.br/economia/banco-central-lanca-agenda-para-tornar-o-credito-mais-barato-no-pais/> e <http://www.BACEN.gov.br/pt-br/#!/c/BCMAIS/>

previdência, fundos e prestação de serviços e não no crédito”em entrevista em 13 de abril de 2018.³⁰Não se trata de uma posição muito inovadora ou inédita, bastando observar que em estudos do FMI analisando dados de meados de 2001 essa tendência já era percebida com grandes bancos(aqueles com ativos superiores a 5 bilhões de US\$ ou 0,5% do PIB) investirem menos em empréstimos e mais em outras formas de ativos (Belaisch, 2003, p.5).

Uma questão que fica em aberto em relação à explicação defendida por essa linha de análise é o comportamento observado empiricamente pelo spread bancário de 2011 em diante. Segundo as séries do BACEN, o spread bancário das operações de crédito para pessoas físicas total e apenas com recursos livres alcançou sua mínima histórica exatamente durante a “Guerra dos spreads” graças a competição oferecida pelos bancos públicos. Não se observou nesse período nenhuma grande reforma microeconômica significativa ou uma diminuição da assimetria informacional no mercado. Enfatizando que mais de 2 anos de “nova gestão” sob o presidente do BACEN Goldfajn ainda não se alcançou as taxas de spread observadas no período 2012/2013, que voltaram a subir acompanhando (inclusive em ritmo superior) o aumento da SELIC em abril de 2013.

1.3.2. “Campineiros” e a defesa do esgotamento do modelo dos anos 2000

No campo heterodoxo é ampla a discussão em relação às escolhas adotadas a partir de 2010, nesse capítulo se discutirá especificamente a análise de parte de alguns economistas da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

Em seu texto para discussão “Navegando a contravento” Ricardo Carneiro elabora sua argumentação sobre o fracasso do “experimento desenvolvimentista” no Governo Dilma pela interação de três fatores: o estrutural, o cíclico e o de política econômica. Para a discussão em relação ao mercado de crédito para o consumo é essencial o debate sobre ciclo, em que o autor enfatiza o esgotamento do dinamismo advindo da expansão do consumo, via aumento real do salário mínimo, transferências e ampliação creditícia. Nesse caso é fica explícito o debate com

³⁰ Ver <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,brasil-pode-ter-errado-a-mao-na-regulacao-bancaria-diz-economista,70002266989>

Serrano & Summa (2015)³¹. O ciclo de 2003 a 2010 teria sido marcado por um encolhimento do leque salarial, ou seja, uma melhora da distribuição salarial, porém com ausência de mudança produtiva, a estrutura de ocupações não teria mudado significativamente. Enfatiza também a dicotomia de um gasto social crescente e progressivo com uma carga tributária crescente e regressiva.

Em relação a crédito para o consumidor, especificamente este teria sido o principal estímulo do crescimento econômico no período, atuando como gerador da demanda efetiva autônoma. A melhoria da distribuição de renda teria tido um papel importante, porém subsidiário, pela sua relevância no aumento do multiplicador da renda. Do aumento desta última, a elevação dos rendimentos, mormente dos menores é também uma condição relevante ao permitir a expansão horizontal do acesso ao crédito. (Carneiro, R., 2017, p. 3).

Porém, enfatiza os limites de sua ampliação tanto pela ótica da demanda (crescimento da renda disponível, patamar de taxas de juros e endividamento das famílias) quanto da oferta (exposição dos bancos ao risco). No primeiro caso, o alto patamar das taxas de juros exerce muito claramente um efeito atenuador da expansão, na medida em que, para níveis relativamente baixos de endividamento, o comprometimento da renda com o pagamento de seu serviço mostra-se relativamente alto. Comprometimento da renda das famílias saiu de 20% da renda disponível em 2006 para 40% da renda disponível em 2011, de acordo como autor. No segundo, teria sido essencial a atuação dos bancos estatais, para dar maior elasticidade ao ciclo de crédito, devido à retração do sistema privado (IBID, p.4). O autor conclui o texto comentando a impossibilidade de ampliar o crédito no ritmo anterior, apesar de não mencionar no texto (além da “batalha dos spreads”) nada sobre questões ligadas à concentração bancária, taxas garantidas dos títulos públicos e afins, questões que estão intrinsecamente ligadas ao tamanho dos *spreads* bancários

³¹Soa um tanto contraditório a defesa do autor de que “a despeito da consolidação fiscal promovida no primeiro ano do Governo Dilma ter levado à desaceleração do investimento, este se recupera já no segundo semestre de 2012”, alegar posteriormente no texto a ausência de espaço fiscal para maiores programas de investimentos público. Citando Serrano & Summa (2015) “O investimento da administração pública se recuperou ligeiramente depois de 2012, mas a taxa média anual de crescimento entre 2011 e 2014 foi de -1 por cento. A taxa de crescimento do investimento das empresas estatais se recuperou mais fortemente em 2012-2013, mas uma queda drástica em 2014 de 20,8 por cento resultou em uma taxa de crescimento real médio de -2,7 por cento durante 2011-2014. Ajustado pela inflação, o nível de investimento público em 2014 foi um pouco inferior ao de 2010.” P. 24. Uma réplica bastante completa pode ser encontrada nessa postagem feita por Franklin Serrano e Ricardo Summa em abril de 2017 <http://www.excedente.org/blog/navegando-em-circulos/>

tanto quanto um acordo tácito entre os grandes bancos que foi rompido durante o 1º governo Dilma por meio da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil na “batalha”.

Mello & Rossi (2016) defendem a idéia de que havia a necessidade do governo Dilma reinventar o projeto de desenvolvimento petista. Haveria a necessidade de enfrentar entraves conjunturais e estruturais, mais especificamente considerando a questão abordada nessa dissertação, o enfraquecimento de um ciclo de crédito e consumo iniciado nos governos Lula.

Dentro de uma estratégia mais ampla de apoio ao grande capital interno, a política econômica ligada ao crédito esteve centrada em uma tentativa de redução de seus custos, inicialmente diminuindo os juros básicos da SELIC e o spread bancário em seguida. A medida do governo serviu efetivamente para reduzir o custo do crédito para pessoas físicas e jurídicas até o momento da reversão em meados de 2013, ampliando a participação dos bancos públicos no mercado de crédito brasileiro, com especial destaque para a Caixa Econômica Federal (CEF) e para a expansão do crédito imobiliário, operado por bancos públicos e privados, através do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

Criticando os resultados da política monetária e conservadora que ocorreu ao longo de 2015, enfatizam que não fora capaz de, no curto prazo, reverter a tendência de aumento de preços, ligados ao forte reajuste dos preços administrados e a desvalorização cambial.

1.3.3. Maior incerteza e conservadorismo creditício na visão pós-keynesiana.

Segundo Paula, Modenesi & Pires (2015) o crescimento a partir de 2004 foi seguido de um crescimento do consumo das famílias graças a estímulo do governo a favor do crédito. Porém, no final de 2010, com receio de um risco sistêmico crescente no sistema financeiro graças à instabilidade dos fluxos de capitais e o rápido crescimento na oferta de crédito doméstico, aplicaram-se medidas macroprudenciais. A justificativa segundo os autores foi evitar o risco sistêmico a partir de uma redução nas operações internacionais de crédito financiadas por fundos estrangeiros, que elevaram sua preferência pela liquidez frente a um cenário incerto de forma geral e preocupações em relação ao endividamento de empresas em moeda estrangeira. Estas medidas visavam reduzir os riscos assumidos pelo setor bancário ao longo dessa rápida expansão da oferta creditícia. Os autores enfatizam que essa postura à época da crise da zona do Euro de

201/12 foi radicalmente distinta da tomada frente a crise do sub-prime americano em 2008/09. O aumento da postura conservadora dos bancos privados frente a esse aumento da incerteza é enfatizado pelos autores como um componente de problemas. Uma das razões para isso seria o fato que o endividamento das famílias teria subido monotonicamente de 32,5% da renda acumulada em 12 meses em Janeiro de 2009 para 43,8% em agosto de 2012 e permanecendo acima de 43% até o fim daquele ano. Os bancos estariam mais relutantes em oferecer novos créditos graças ao receio de inadimplência que subiu de 4,5% em dezembro de 2010 para 5,9% em meados de 2012³². Não entrando no mérito até que ponto as próprias medidas macroprudenciais teriam causado essa piora nas condições de crédito³³, os autores comentam que as medidas se provam muito mais efetivas do que o esperado. A redução posterior da taxa de juros por se não teria sido suficiente para recuperar o crédito nessas condições.

Um texto que, apesar de não tratar da economia brasileira, é bastante ilustrativo para resumir a lógica pós-keynesiana do funcionamento do mercado de crédito pessoal é Cynamon e Fazzari (2008). Analisando o crédito para consumo americano das últimas décadas, os autores criticam, em particular, o modelo de ciclo de vida³⁴ e suas premissas baseadas nas previsões de agentes econômicos em relação ao futuro, ou que pelo menos estes entendem as verdadeiras distribuições probabilísticas que definirão esses cenários. Agentes econômicos reais poderiam ser paralisados por aquilo que não sabem caso insistissem em obter o obter o tipo de informação que os modelos de ciclo de vida supõem que eles possuem. Os autores complementam a teoria de instabilidade financeira de Hyman Minsky³⁵, desenvolvida originalmente para empresas, para a análise do consumo das famílias via crédito. O aumento da fragilidade financeira leva a emprestadores serem mais cautelosos, enxugando crédito e aumentando prêmio de risco. Emprestadores acabam prejudicados tanto pela elevação do custo de crédito quanto pelo

³² Os autores também mencionam os problemas do endividamento das empresas. Sobre esse tema, desalavancagem empresarial e as questões fragilidade financeira das firmas e a contribuição disso para a crise econômica numa perspectiva pós-keynesiana/Minskyana ver Rezende (2016)

³³ O comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida, excluindo crédito habitacional, com o Sistema Financeiro Nacional segundo dados do BACEN se elevam de 18,41% em agosto de 2010 para 21,31% em dezembro de 2011

³⁴ “Consumidores formulam planos intertemporais visando uniformizar seu padrão de consumo (ou utilidade marginal de riqueza) de acordo com as mudanças previsíveis ao longo de seu ciclo de vida” CYNAMON & FAZZARI, p. 1. Tradução livre.

³⁵ Pensado originalmente para posturas financeiras de empresas em Minsky (1982), com aumentos da dívida levariam para um aumento da fragilidade financeira das empresas devido a menores margens de segurança. Quando há a reversão do ciclo, começa o pânico a guiar as decisões dos agentes econômicos e uma deflação de preços dos ativos.

crescimento da incerteza. Os preços dos ativos acabam afetados pelo crescimento desses problemas financeiros, minando a confiança e o valor dos colaterais, culminando com o arrefecimento da demanda agregada graças a contração do crédito. Soma-se a isso uma análise sociológica dos hábitos de consumo. Quando se reduz a restrição creditícia, as famílias elevam o seu endividamento e consumo em direção ao nível considerado por elas ideal. Essas ações não podem ser entendidas analisando apenas um indivíduo (ou uma família) representativo, sem referência a forças sociais mais amplas. Na visão dos autores, em contraste, as escolhas em relação a consumo e endividamento seriam guiadas como uma importante extensão de interações sociais.

Nesse sentido, a principal crítica teórica que pode ser feita a essa abordagem é a centralidade do conceito de incerteza, um aspecto essencial dos Fundamentalists Keynesians. A influência da incerteza é apenas uma entre inúmeros aspectos que causam as circunstâncias de dia a dia da economia de desviarem da sua posição normal de longo prazo. Incerteza e expectativas podem ser confinadas à categoria de efeitos temporários ou não-sistemáticos, distintos de aspectos persistentes que atuam para determinar posições de longo prazo (Eatwell & Milgate, 1983, p. 12). Nas explicações colocadas acima pelos autores isso se reflete especialmente em relação a postura conservadora ou não em relação a risco dos bancos.

Apresentada a questão creditícia, contextualizada dentro das últimas décadas e com uma amostra de diferentes análises feitas por correntes do pensamento econômico brasileiro sobre o tema, o próximo capítulo se insere como um desenvolvimento das relações entre a renda disponível e o crédito para consumo sob a lógica do supermultiplicador. Como os modelos de crescimento liderados pelo supermultiplicador sraffiano podem contribuir para a apresentação dos problemas observados no Brasil a partir da desaceleração econômica em 2011 e principalmente a ausência de retomada do crescimento a partir do biênio 2012/13 antes da recessão de 2015/16.

Capítulo 2. Comportamento de crédito e crescimento econômico: aspectos teóricos e empíricos.

Na intenção de aprofundar o debate brasileiro apresentado no 1º capítulo, a discussão que se segue apresentará, contribuições teóricas presentes em modelos de crescimento econômico (no caso, baseados no princípio do supermultiplicador sraffiano via por crédito ao consumidor), que ajudam a entender a desaceleração e posteriormente o colapso da economia brasileira no século XXI. Obviamente, que deve se levar em conta que cada economia no plano empírico possui características específicas, que vão além da possibilidade de modelos simplificados. Assim, serão apresentadas questões mais amplas que influenciam indiretamente a questão creditícia e outras mais ligadas ao custo do crédito consumidor no Brasil, especificamente o custo de amortização da dívida, enfatizando isso como um efeito da estrutura e características do mercado nacional monetário e de crédito como um todo.

2.1. Crescimento econômico *credit led* nos modelos do supermultiplicador sraffiano

Os modelos de crescimento, todos na tradição do supermultiplicador sraffiano, que serão apresentados aqui tem um alto grau de abstração teórica, partindo de pressupostos simplificadores, sem a pretensão de explicar detalhadamente todo e qualquer contexto econômico específico ao longo de um período histórico e/ou lugar. Nosso objetivo é exatamente, ao fazê-lo, explicitar a lógica de funcionamento da economia segundo uma abordagem de demanda efetiva de longo prazo e com algumas hipóteses comportamentais específicas. O ponto central é o protagonismo dos gastos autônomos que não geram capacidade produtiva no crescimento puxado pela demanda agregada.

Em Cesaratto, Serrano & Stirati (2003), os autores classificam os componentes da demanda efetiva de acordo com dois critérios: a dependência em relação ao nível atual ou esperado de renda real gerado pela decisão de produção das empresas; e a geração de capacidade produtiva. A partir disso podemos listar os componentes da demanda efetiva em quatro grupos, que na prática são três: Gastos induzidos que geram capacidade, investimento produtivo; gastos induzidos que não geram capacidade, o consumo induzido; e o gastos autônomos que não geram

capacidade, como o gasto público, exportações, consumo autônomo via crédito e riqueza acumulada, e gastos de empresas que não geram capacidade produtiva direta.

A intenção dessa digressão é apresentar elementos que colocados sob a lógica do funcionamento do modelo de Fagundes (2017), que toma em seu desenvolvimento mais de um gasto autônomo não-gerador de capacidade contribuem para um melhor entendimento da desaceleração econômica brasileira e do crédito para o consumidor de forma associada.

O modelo inicial a ser apresentado³⁶ é o de Barba & Pivetti (2009), seu principal argumento se baseia na questão distributiva nos EUA desde o início da década de 1980, com um aumento do endividamento das famílias como uma forma de manter a melhora do nível de vida, “imitação” do estilo de vida/consumo de estratos superiores de renda (“Keeping up with the Joneses”) apesar da estagnação salarial.

O modelo parte da seguinte equação:

$$DPI_t + NAFL_t = C_t + (NAFA_t + NAHA_t) + iFL_{t-1}$$

Em que DPI é a renda pessoal disponível bruta, $NAFL_t$ é a aquisição líquida de passivos financeiros, C_t é o gasto em consumo pessoal, $NAFA_t + NAHA_t$ é a aquisição líquida imobiliária e de ativos financeiros iFL é o montante gasto com amortização das dívidas e passivos financeiros. A condição necessária para a sustentabilidade da dívida pode ser resumida como a relação:

$$(s - k) \geq (i - w) \frac{FL}{DPI}$$

Em que s é a taxa de poupança, k é a parcela da renda destinada a aquisição líquida de ativos financeiros, i a taxa de juros real, w a taxa de crescimento da renda disponível (DPI) e FL as dívidas financeiras. Sendo assim, se as famílias não destinarem parte de sua renda para amortizar o estoque de dívida ($s - k = 0$), a relação dívida/renda crescerá caso a taxa de juros seja superior ao crescimento da renda.

³⁶ Essa sessão segue a apresentação dos modelos feita por Mandarino (2018)

Mais recentemente modelos do supermultiplicador ofereceram alternativas teóricas mais interessantes a análise do crescimento econômico com crédito para consumidor. Pariboni (2016) e Fagundes (2017) são as principais referências.

A equação de Pariboni (2016) para representar o consumo dos trabalhadores é $C_w = c_w[(1 - \pi)Y - (r + i)L_w] + Z_w$ em que i é a taxa de juros sobre a dívida L_w , r a respectiva taxa de amortização e Z_w representa os novos empréstimos financiando apenas consumo. Consumo autônomo é descrito como $C^a = Z_w - c_w(r + i)L_w$ ou seja, o consumo é financiado por novos empréstimos menos os pagamentos ligados a amortização e juros

Seguindo a linha do argumento de Pariboni (2016) na conclusão de seu artigo, um dos principais resultados obtidos por seu modelo é que a sustentabilidade da relação dívida/renda dos devedores é afetada, entre outras coisas, pelo diferencial entre o consumo autônomo dos trabalhadores via crédito (endividamento) e os outros componentes da demanda autônomos. Sendo assim, o gasto público e o consumo autônomo dos capitalistas seriam os principais protagonistas em determinar a sustentabilidade do crédito privado na economia. (PARIBONI, 2016, p. 230). Isso os torna mais adequados que modelos como Barba & Pivetti (2009) em que a sustentabilidade da dívida só é possível com o crescimento da renda disponível das famílias sendo superior a taxa de juros da dívida, condição que nunca esteve presente no caso brasileiro recente como mostraram Serrano & Summa (2015)

Outra contribuição importante dentro desta literatura é a de Fagundes (2017) que desenvolve três formas de apresentar um modelo de crescimento via endividamento dos trabalhadores³⁷ e baseado no princípio do supermultiplicador sraffiano estruturando um modelo com endividamento dos trabalhadores que opta pela acumulação de ativos (A') como variável de ajuste:

$$A' = \bar{D}' + \bar{\omega Y} - \bar{C}_w - \bar{iD}$$

Segundo Fagundes (2017), esta seria a forma mais adequada, pois é aquela que permite discutir explicitamente a taxa de amortização das dívidas dos trabalhadores e porque implica na

³⁷ As outras formas mencionadas por Fagundes (2017) seriam: a presença de funções comportamentais que explicam a acumulação de ativos e de dívida, tornando o consumo variável de ajuste; ou considerar que a dívida varia endogenamente, após os trabalhadores determinarem seu consumo e sua acumulação de ativos como Barba & Pivetti (2009).

existência de consumo autônomo por parte dos trabalhadores. Tomar A' como ajuste permite mais facilmente tratar de forma explícita a taxa de amortização, algo que não é simples com as outras estruturas presentes na literatura.

Assim como Pariboni (2016) essa proposta leva em conta a amortização de dívidas anteriores, ou seja, novos empréstimos descontados de amortizações (uma fração r , escolhida pelos trabalhadores, do estoque de dívida D) relacionando crédito líquido e variação da dívida D' . O consumo dos trabalhadores (C_w) é em parte induzido pela renda disponível e em parte consumo autônomo (Z_w), financiado por empréstimos que tem apenas essa função. Sendo assim

$$C_w = c_w[\omega Y - (r + i)D] + Z_w$$

$$D' = Z_w - rD$$

Sendo ω a parcela dos trabalhadores na renda (Y) e i a taxa de juros. Visando garantir o consumo induzido positivo assume-se $\omega Y > (r + i)D$. A acumulação de ativos é a variável de ajuste. Assim:

$$A' = s_w[\omega Y - (r + i)D]$$

A' no longo prazo é necessariamente não negativo e é encarado como um resíduo, segundo Fagundes (2017), como a poupança segundo o princípio da demanda efetiva.

Fagundes chega a uma importante conclusão para nossa discussão, especialmente se lembrarmos do contexto brasileiro desse século:

“No *steady state*, como a taxa de utilização é estável, sabemos que Y , K e D crescerão à mesma taxa. Deste modo, já percebemos uma importante conclusão do modelo, referente à sustentabilidade da dívida. Usualmente, em análises de endividamento, se considera que o grau de endividamento é sustentável (i.e. não explode, devido a dívida e renda crescerem à mesma taxa) caso a taxa de crescimento da renda seja superior à taxa real de juros. **Neste modelo, como se considera explicitamente a amortização, não é necessário que a taxa de crescimento da renda de longo prazo seja superior à taxa de juros. De fato, para uma taxa de amortização não-negativa, a renda e a dívida**

“crescerão à mesma taxa g_Z independentemente de qual seja a taxa de juros.”
(Fagundes, 2017, p. 161, grifo próprio)³⁸

O modelo principal de Fagundes (2017) trata o consumo baseado em crédito como único gasto autônomo e que se divide em casos em que o crescimento dos empréstimos é grande o suficiente para garantir uma contínua expansão da demanda agregada e casos em que g_Z não é grande o suficiente, diferente dos modelos Neokaleckianos que o autor examina.

Porém é importante enfatizar que nesse modelo o consumo autônomo dos trabalhadores é o único gasto autônomo não-gerador de capacidade. Por isso, visando validade empírica, analisaremos o modelo do Apêndice B de Fagundes (2017) que possui mais de um gasto autônomo não-gerador de capacidade. Z_A e Z_B crescem respectivamente às taxas exógenas g_A e g_B . O total de gastos autônomos não-geradores de capacidade produtiva desta economia e sua taxa de crescimento serão:

$$Z = Z_A + Z_B \quad (\text{xx})$$

$$g_Z = \varphi g_A + (1 - \varphi) g_B \quad (\text{xx})$$

Sendo que $\varphi = \frac{Z_A}{Z}$, g_Z tenderá ao maior valor entre g_A e g_B , graças ao fato que a participação no gasto autônomo como um todo do gasto que mais cresce tende a elevar-se ao longo do tempo e no longo prazo, apenas este será necessário para explicar o *steady state*.³⁹

$$\varphi' = \varphi(1 - \varphi)(g_A - g_B) \quad (\text{xxx})$$

Um resultado, que pode soar contra intuitivo, essencial para a análise que pretendemos fazer é o fato que um aumento no ritmo de contratação de dívida reduz o endividamento. Quanto maior o ritmo de expansão dos empréstimos (leia-se consumo autônomo) maior o ritmo de crescimento; como um maior crescimento obriga as firmas a acelerarem seus investimentos para normalizar a utilização da capacidade, a taxa de investimento de equilíbrio necessariamente

³⁸ Isso não significa, explica Fagundes, que a taxa de juros pode ter qualquer valor. Como precisa se manter por hipótese o consumo induzido positivo, os juros muito altos podem levar a uma queda muito grande de r podemos ter $-r > g_Z$, o que faria a dívida crescer à taxa $-r$. Além disso, frente a uma taxa de amortização não-negativa e uma alta taxa de juros pode-se chegar ao ponto de $c_W(r + i)D > Z_W$, o que tornaria insustentável.

³⁹ Fagundes enfatiza a impossibilidade de algum dos gastos autônomos termine se tornando irrelevante. é de se esperar que haja, ao mesmo tempo, tantos processos que não permitam as taxas de crescimento dos diversos gastos autônomos se desgarrarem umas das outras, quanto contínuos choques exógenos nas mesmas.

aumenta frente a um aumento em $g_D = g_Z$. Este aumento na taxa de investimento faz com que a renda (e a massa salarial) cresça comparativamente à dívida. A mesma lógica é no caso reverso: a diminuição do crédito leva a uma piora das condições gerais e não apenas a desalavancagem.

Como enfatiza Fagundes (2017, cap. 4), o crescimento do consumo autônomo dos trabalhadores é capaz de sustentar a trajetória de crescimento da economia ao mesmo tempo em que promove o crescimento da massa salarial de maneira que estabiliza o grau de endividamento dos trabalhadores em um nível sustentável (leia-se constante) no longo prazo. E também conclui-se que existe uma relação negativa entre o grau de endividamento e a taxa de crescimento dos empréstimos. A partir do supermultiplicador, com a aceleração do crescimento do consumo autônomo, a taxa de investimento acelera de forma ainda mais rápida, de maneira que gera maior massa salarial e maior consumo autônomo num ritmo superior à dívida.

2.2. Adaptação de um modelo de supermultiplicador ao caso brasileiro da virada da década

A intenção dessa revisão teórica foi apresentar elementos que colocados sob a lógica do funcionamento do modelo de Fagundes (2017) com mais de um gasto autônomo não-gerador de capacidade contribuem para um melhor entendimento da desaceleração econômica brasileira e do crédito para o consumidor de forma associada. Por isso retornaremos a um modelo padrão do supermultiplicador com economia aberta, a presença de mais um gasto autônomo não geradores de capacidade e existência de governo (presença de impostos e gasto público). A fórmula básica da equação do produto foi tirada de Pariboni & Girardi (2015)

$$Y_t = c(1 - t)Y_t + I_t + Z_t - mY_t \quad (1)$$

Sendo Y_t o nível corrente do produto, c a propensão marginal a consumir, t imposto, e m o peso das importações no produto.

$$Z_t = C_{ot} + G_t + X_t \quad (2)$$

Sendo C_{ot} consumo autônomo via crédito, G_t gasto público e X_t exportação. Além de ignorar os pesos específicos de cada respectivo φ em todos os gastos autônomos.

$$I_t = h_t Y_t \quad (3)$$

Sendo h_t a parcela do investimento na composição do produto

Inclui-se a essa equação o modelo de Fagundes (2017)

$$C_w = c_w[\omega Y - (r + i)D] + Z_w \quad (4)$$

Sendo C_w o consumo dos trabalhadores, ω a parcela do trabalho na renda, r a taxa de amortização da dívida, i a taxa de juros da dívida e Z_w o gasto autônomo ligado ao consumo via crédito. Considerando que nesse exercício não existirá divisão em relação a renda do trabalho e renda do capital, pode-se adapta-la para

$$C_t = c_t[Y - (r + i)D] + Z_{ot} \quad (4')$$

Adaptando a equação (1) com (4') temos

$$Y_t = c[(1 - t)Y_t - (r + i)D] + h_t Y_t + Z_{ot} + G_t + X_t - mY_t \quad (5)$$

Que definindo uma relação sobre o produto(Y) podemos ter

$$\frac{Z_{ot} + G_t + X_t - c(r + i)D}{1 - c(1 - t) + m - h_t} \equiv Y \quad (6)$$

O sentido assim estabelecido seguindo a lógica do principio da demanda efetiva em que os gastos definem o produto.

Inicialmente discutindo sobre a dinâmica do crédito é necessário comentar que variáveis que estão fora, num pensamento mais simplista, do mercado de crédito são decisivas para as escolhas tomadas pelas famílias. A renda disponível é em parte definida por $Z_{ot} - c(r + i)D$, mas tem seu comportamento influenciado pelos outros elementos que a compõe a equação como um todo.

Importante analisar a forma que ocorreu a desaceleração rudimentar na economia brasileira, como definida por Serrano & Summa (2015), a partir do segundo semestre de 2010 e atravessando o 1º governo Dilma até o colapso, também induzido, de 2015. Pensando na lógica da equação acima a análise passa por mudanças conjunturais principalmente no G_t e no h_t , por uma mudança no caráter da política econômica ao longo do governo Dilma, com diversos

incentivos a lucratividade dos setores empresariais⁴⁰ como já foram mencionadas, levando a uma maior regressividade do gasto público, uma desaceleração da formação bruta de capital fixo e aumento da ociosidade da capacidade instalada e uma desaceleração de Z_{ot} .

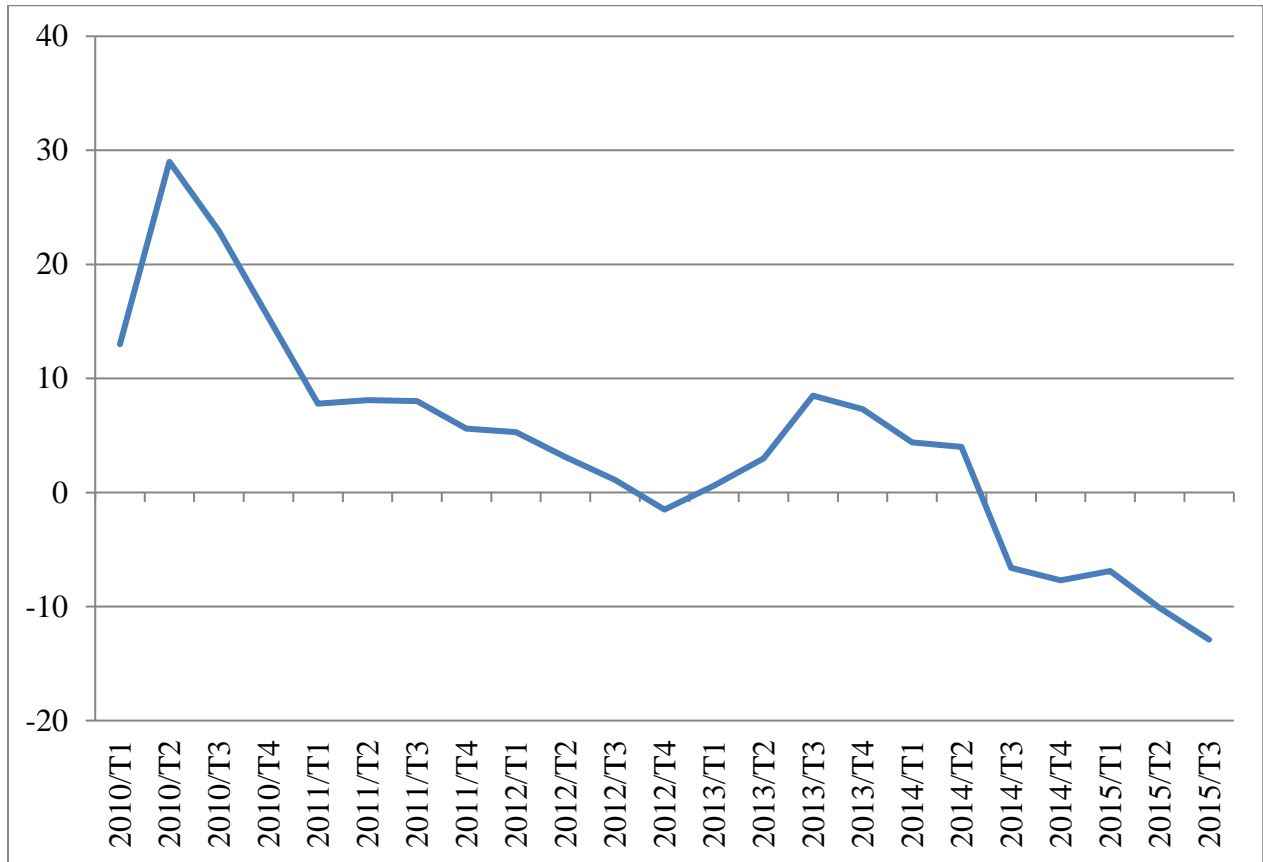
Orair et al. (2016) apresentam um trabalho econométrico, visando a estimação de multiplicadores de diferentes tipos de gasto público a partir de um modelo não linear de vetor auto regressivo com transição gradual. Após seu ápice em 2010, os investimentos públicos caem em valor nominal em 2011 e depois se recuperam, mas não no nível de anos, com um crescimento, sobretudo de desonerações tributárias e subsídios até 2014. Seus resultados corroboram a maior eficácia de gastos com ativos fixos (investimento), benefícios sociais e pessoal em períodos de recessão do que expansivos, porém ambos os casos os choques de subsídios deram resultados não significativos no produto, com impacto nulo (ou pouco persistente).

O investimento público e das estatais no período após 2010 tem um resultado muito abaixo do período anterior. A partir dos dados de Orair (2016) Sicsú (2017) comenta que fica evidente a atuação dirigida do segundo governo Lula em prol do investimento público o que auxiliou a impulsionar, a expansão do PIB, junto ao consumo o investimento privado (SICSÚ, 2017, p.28). A taxa de crescimento real dos investimentos do Governo Central e das Estatais no período 2007 a 2010 caíram de 26,04% e 23,52% respectivamente para 1,03% e 1,5% entre 2011 e 2014. Considerando o efeito *crowding in*, que o investimento público tem em relação ao investimento privado, seja na sua fase de aumento seja na sua fase de queda, entende-se o desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo que chega a um pico no segundo trimestre de 2010 e vai paulatinamente caindo até 2012, mostrando alguma retomada, mas nada próximo de reverter uma clara tendência negativa⁴¹.

⁴⁰ Para analisar em perspectiva o debate no campo da macroeconomia heterodoxa brasileiras no início da atual década, que culminou no desastre que se sucedeu ao mix de política econômica que caracterizou a autoproclamada Nova Matriz Macroeconômica ver McCulloch (2017) sobre o contexto histórico e político em que está inserida a ascensão de modelos *profit-led growth* como nos debates heterodoxos sobre crescimento econômico e a própria decadência e inviabilização dos pactos sociais democratas.

⁴¹ Os dados de FBKF de 2010 a 2015 são respectivamente 17,9%; 6,8%; 0,8%; 5,8%; -4,2%; e -13,9%. A medida da intencionalidade por parte do governo pode ser expressa pela estagnação na FBCF do setor público que cresceu apenas 22% entre os valores de 2010 e 2014, com direto a uma diminuição em valores nominais em 2011, enquanto o privado cresce cerca de 51% no mesmo período, sempre a taxas positivas. Ambos caem em valores nominais em 2015, 18% e 4% respectivamente.

Gráfico 4: Variação Percentual da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) trimestral em relação ao ano anterior 2010-2015



Fonte: IBGE

Esses fatores ajudam a explicar pelo lado da renda disponível das famílias o aumento do comprometimento da renda. A massa salarial das famílias acumulada em 12 meses em comparação anual, segundo dados do BACEN, a partir de junho de 2011 vem desacelerando paulatinamente até cair de forma mais brusca a partir setembro de 2016, rapidamente entrando no campo do negativo.

Mantendo a estrutura de Fagundes (2017) pode-se imaginar a os dois diferentes lados da piora na relação dívida/renda das famílias da seguinte forma pensando nos motivos que levaram a um aumento do peso da dívida e na equação seguinte razões para a desaceleração econômica que levou a uma estagnação da renda disponível.

$$\downarrow Z_{ot} - \uparrow rD \Rightarrow \uparrow \uparrow D' (7)$$

$$\frac{\downarrow Z_{ot} + \downarrow G_t + X_t - c(\uparrow r + \uparrow i)D}{1 - c(1 - t) + m - \downarrow h_t} \Rightarrow \downarrow \downarrow y (8)$$

Na equação (7) pode-se entender que a desaceleração dos gastos autônomos como um todo (Z_{ot}), especialmente durante 2011, somado um aumento da amortização leva a um aumento de D' , que é extremamente nocivo ao crescimento. E em (8), já nesse segundo momento, a piora mencionada por Orair (2016) no mix de ativismo fiscal (menos investimentos públicos e mais desonerações, o que ajuda a explicar parte da queda em h_t . A outra parte via efeito *crowding in* com os investimentos privados acompanham essa desaceleração da demanda nacional) mantém G_t mais fraco que no momento anterior (2006-2010), temos os gastos autônomos em geral Z_{ot} desacelerando e um crescimento do peso de $c(r + i)D$, mesmo que parcialmente revertido na “guerra dos spreads”. Esse somatório de fatores teria levado à impossibilidade de retomada do crescimento entre 2012 e 2014.

2.3. Fatos estilizados sobre o crédito no Brasil

Para ir além da descrição dos problemas apresentados nessa adaptação modelística, sendo o principal a questão do alto custo de amortização das dívidas no país, é necessária a análise de questões da própria estrutura bancária e monetária brasileira.

2.3.1. Concentração bancária e diferenças de comportamento entre privados e estatais

Atualmente os 5 maiores bancos do Brasil⁴² respondem por quase 90% da concessão de crédito. Isso se reflete também na lucratividade. Os bancos nacionais não estão entre os vinte maiores do planeta em ativos administrados, entretanto se destacam no critério de rentabilidade sobre o patrimônio. Três instituições financeiras brasileiras aparecem na lista das dez com melhor desempenho, segundo a consultoria Economática, que analisou 466 bancos no mundo.

⁴² Segundo dados atualizados do BACEN, segundo seus ativos totais, os 5 maiores bancos atuando no Brasil são respectivamente O Banco do Brasil com 1,421 trilhão; Itaú Unibanco 1,399 trilhão; a Caixa Econômica Federal 1,3 trilhão; o Bradesco 1,1 trilhão e o espanhol Santander 700 bilhões.

Com rentabilidade de 18%, o Itaú-Unibanco ocupa a liderança entre os brasileiros. Bradesco e Banco do Brasil também estão no ranking⁴³.

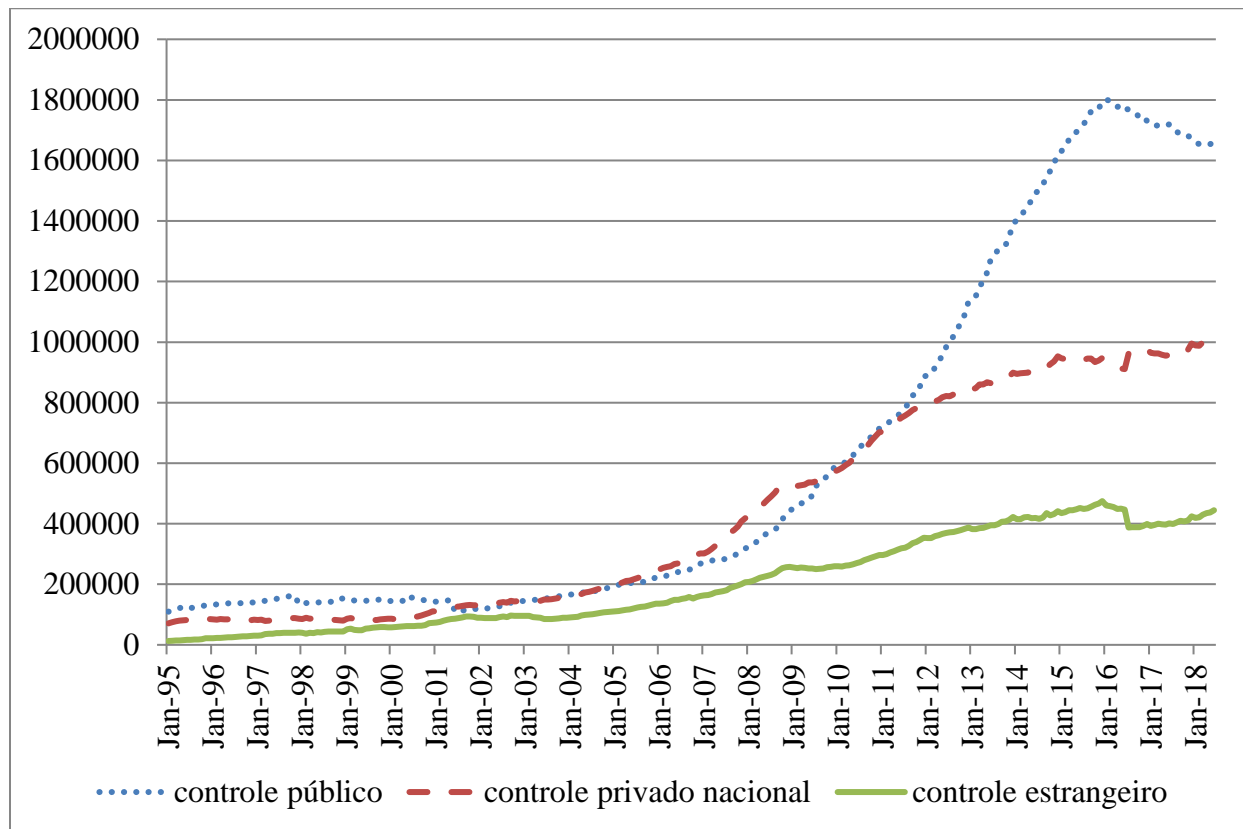
Essa tendência se agravou nos últimos 20 anos. Segundo dados da Febraban os 4 maiores bancos do país -Itaú, Bradesco, Banco do Brasil e Caixa- concentravam, no final de 2017, 78,5% das operações de crédito realizadas no mercado nacional. Dados divulgados em abril de 2018 pelo Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central também mostram que 76,3% dos depósitos feitos por clientes foram feitos pelo Top-4 das instituições financeiras. Os resultados foram praticamente os mesmos observados em dezembro de 2016, quando a concentração de operações de créditos pelos 4 bancos atingiu 78,9% e as de depósito ficaram em 78,5%. Em dezembro de 2007, o percentual para operações de crédito fechou em 54,7%, e de depósitos em 59,3%. Em 2001, como destaca Belaisch (2003), o número de bancos passou a ser três quartos da quantidade existente em 1995. Além disso, cerca de dois terços dos ativos bancários, 70% dos depósitos e 75% dos empréstimos estavam concentrados em dez instituições

O mercado brasileiro possui outra característica bem clara, diferente de outros países sulamericanos⁴⁴, nos quais tanto no segmento de pessoa jurídica quanto no pessoa física há um claro protagonismo/peso dos três grandes bancos ligados ao Estado: Caixa Econômica Federal (*CEF*), Banco do Brasil (*BB*) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (*BNDES*). Os Saldos das operações de crédito das instituições bancárias divididas por seu controle de capital (privado nacional, estrangeiro e estatal) comporta-se de forma muito semelhante até a crise financeira de 2008/09, após esse episódio há uma clara estagnação em ambos os saldos privados e uma aceleração no crédito ligado a instituições estatais, o qual só volta a sofrer uma inflexão durante a recessão em 2015, como mostra o Gráfico 5.

⁴³ Ver “A guerra do crédito” 15/08/2018 <https://veja.abril.com.br/revista-veja/a-guerra-do-credito/>

⁴⁴ Matos (2017) falando sobre o crescimento do crédito na América Latina comenta que apesar do crédito de bancos estrangeiros terem aumentado seus empréstimos numa velocidade maior que a dos bancos locais, a maior parcela do crescimento do crédito na região é a de bancos locais, em alguns casos como no Brasil, de bancos públicos. (Matos, 2017, p. 318)

Gráfico 5: Saldos das operações de crédito das instituições financeiras por controle de capital em milhões de R\$ em 1995-2018.



Fonte: BACEN

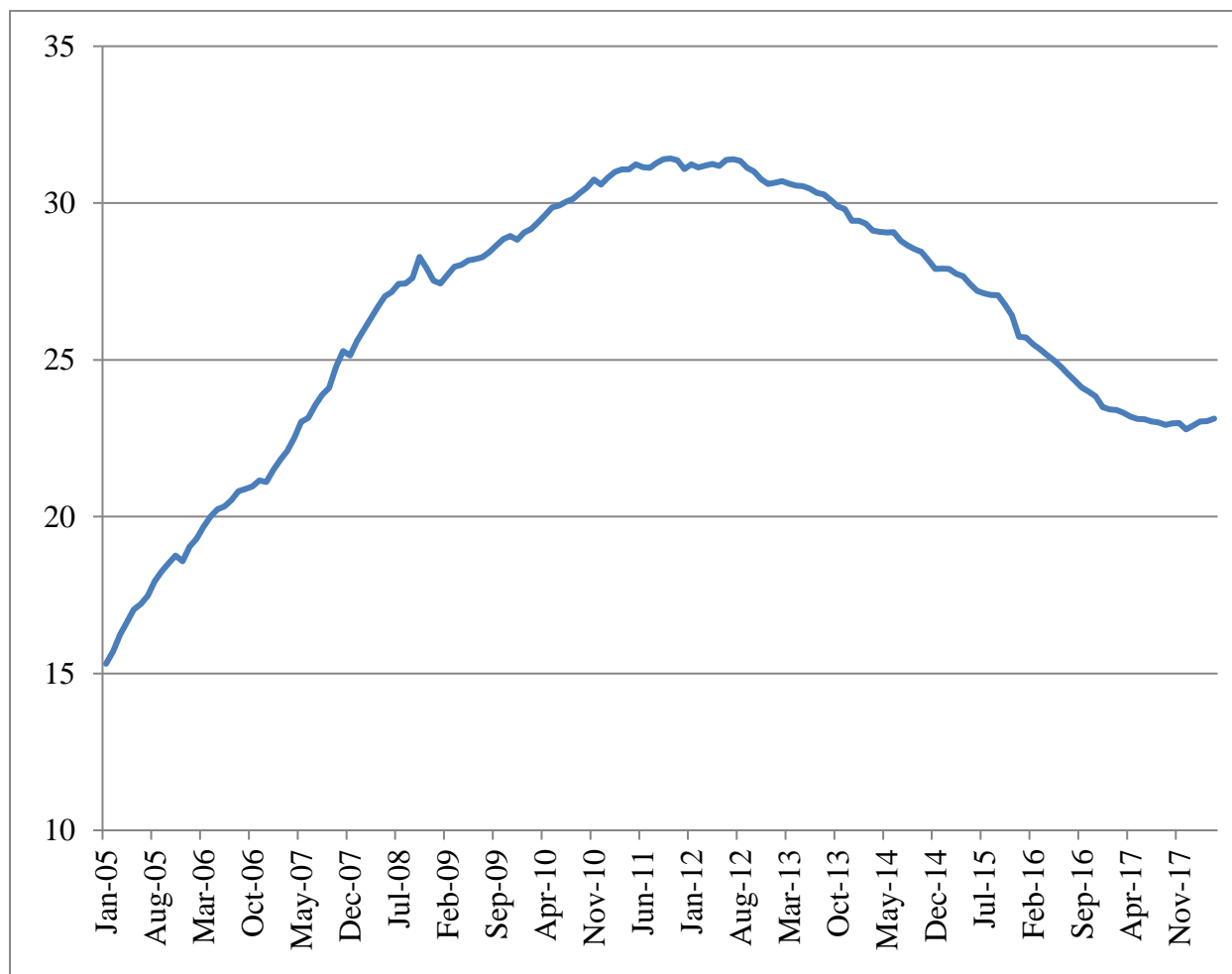
Paim (2013) apresenta que o segmento concessão de crédito para pessoa física (PF) teve um forte arrefecimento no seu crescimento em 2008, voltando a se recuperar entre 2009 e 2010, para, gradualmente, reduzir suas taxas de crescimento até 2013. As taxas de crescimento anteriores a 2008, de cerca 25% ao ano, não foram mais alcançadas nos períodos seguintes. O autor enfatiza que essas flutuações provêm majoritariamente do comportamento das instituições privadas, que reduzem a sua expansão em comparação ao crescimento estável da expansão do crédito das instituições públicas. Esse comportamento teria elevado de 13,1 p.p. da participação dos créditos de origem pública no total do saldo emprestado à PF desde 2008, chegando ao valor de 30% do total, em julho de 2013. A partir do segundo semestre de 2012, houve a redução do saldo real de empréstimos da concessão de crédito para pessoa física com origem em instituições privadas. Desse ponto até 2013 esse comportamento é compensado, novamente, pela expansão das instituições públicas, o que mantém estável o crescimento do crédito total à PF. O segmento

privado foi responsável pela maior parte da expansão de 2004 a 2008, contudo, após uma aceleração em 2010, perdeu participação desde o segundo semestre de 2012.

2.3.2. Peso do endividamento para as famílias e a armadilha do comprometimento

Pode-se ressaltar que exatamente durante 2011/12 chega-se a um patamar de endividamento das famílias, uma estabilidade desta variável, que vinha crescendo ao longo de todos os anos 2000, num ritmo superior a renda (que, por sua vez, também cresceu), ao se atingir tal patamar de cerca de 30% inicia-se um processo de desalavancagem, e que resulta diretamente na desaceleração do consumo das famílias.

Gráfico 6: Peso das dívidas das famílias em relação a rendas acumuladas em 12 meses 2005-2018 (em %)



Fonte: BACEN

Com relação ao tamanho do peso orçamentário do acúmulo de dívidas ao longo dos anos Paim (2015) ressalta o perfil das dívidas das famílias brasileiras. Em janeiro de 2005 dos 15,6% da renda comprometida com o serviço da dívida, 11 p.p. eram para amortização e 4,6 p.p. derivavam do pagamento de juros. Passada uma década da expansão do crédito, em 2015 o comprometimento da renda encontra-se em 21,2%, sendo 12,3 p.p. para amortização e 8,9 p.p. para juros segundo dados do BACEN. Com isso, tem-se que a proporção do pagamento de juros sobre o total do serviço da dívida saltou de cerca de 30% para 42%, sendo que ressalta Paim (2015) que em 2015 o serviço da dívida incide sobre um saldo maior. Ou seja, a expansão do crédito aprofundou uma característica negativa da estrutura financeira nacional: a parcela da renda destinada ao pagamento de juros da dívida aumentou, desviando para as instituições financeiras recursos que poderiam permanecer como parte da renda disponível das famílias, seja para consumo, construção civil etc⁴⁵.

Essa constatação já era inclusive observada por analistas internacionais na virada da década, que descartavam a possibilidade que qualquer bolha de crédito no Brasil, mas alertavam pelo risco de desaceleração da demanda agregada devido a níveis altos de comprometimento da renda, efeitos das “*Sky-high lending rates*” presentes no país.⁴⁶

Esse ônus distributivo perverso da amortização creditícia é bastante lógico se pensarmos que os ganhos diretos e indiretos do setor financeiro serão absorvidos por estratos de renda superior e conseqüentemente mais reduzida propensão a gastar.

Podemos supor em perspectiva que o ajuste fiscal e monetário rudimentar de 2011 (Serrano & Summa, 2015, p.32)⁴⁷ contribuiu fortemente para elevar o comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida, como comenta Sicsú (2017), a um patamar superior e que lá permaneceu mesmo durante a “guerra aos spreads” por questões estruturais abordadas por

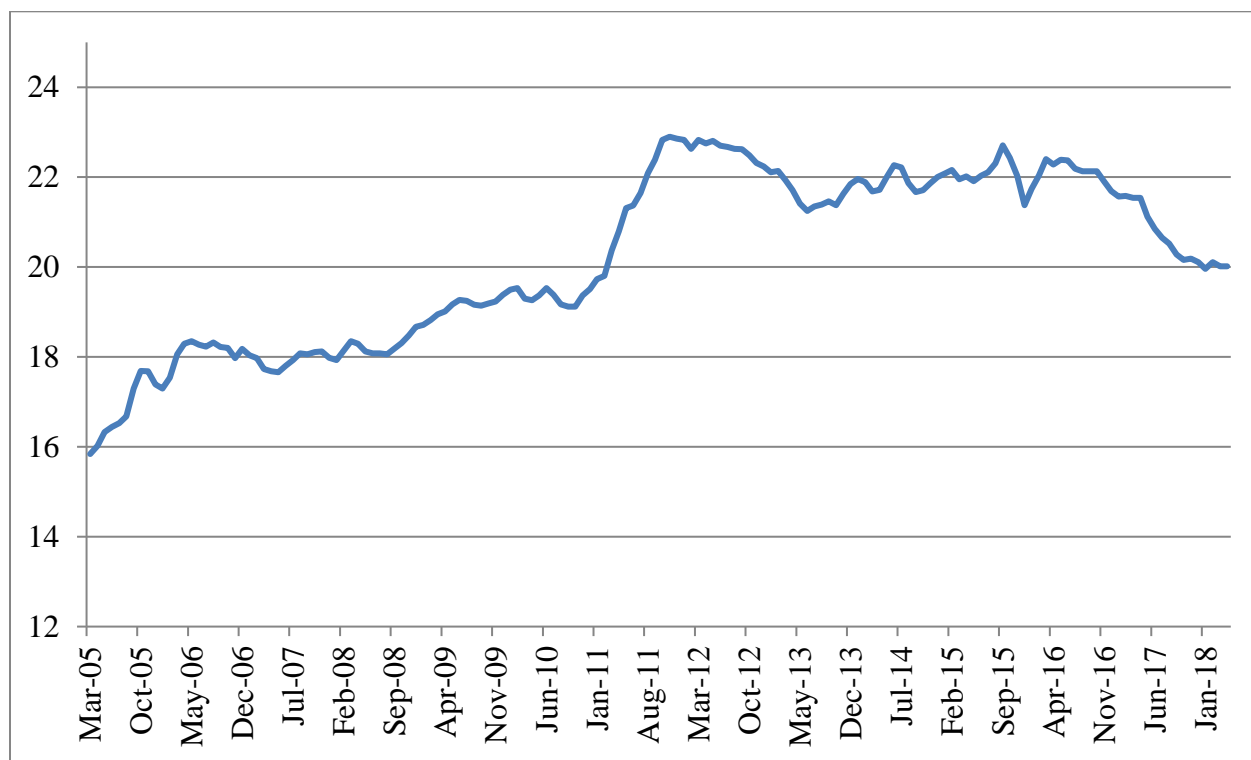
⁴⁵ Esse conceito de piora na desigualdade de renda com uma transferência de renda em direção a famílias com propensão a consumir mais baixa está bastante presente em modelos como Dutt (2011).

⁴⁶ Ver matéria de junho de 2011 <https://www.forbes.com/sites/afontevicchia/2011/07/06/no-credit-bubble-in-brazil-just-unsustainable-consumer-debt-burden/#148a664c2e34>

⁴⁷ Interessante constatar que ainda em 2011 o governo se surpreendia com a desaceleração excessiva da economia e já prometia medidas para reativar o investimento, mas enfatizava que o motor do crescimento seriam os investimentos privados, mesmo que em apenas um trimestre a proporção investimento em relação ao PIB tivesse caído de 20,5% para 20%. Ver em <http://www.ihu.unisinos.br/noticias/504672-gastoscomobraspublicas>

Paim em seus textos, mas também por toda uma desaceleração econômica induzida que em nenhum momento durante o governo Dilma foi realmente superada, como observa-se no Gráfico 7 abaixo:

Gráfico 7: Comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional (série 19881) - Com ajuste sazonal - %



Fonte: BACEN

Percebe-se que, no segundo semestre de 2012, há uma redução no comprometimento de renda das famílias, advinda tanto da amortização quanto dos juros. Esse comportamento provavelmente reflete a queda do custo proporcionado pela redução das taxas de juros e do spread, conforme visto anteriormente. Representa também, uma menor tomada de empréstimos das pessoas físicas. Analisando-se a inadimplência segundo o capital de origem das instituições financeiras, Paim(2013) enfatiza que a maior taxa de expansão do crédito das instituições públicas em relação as privadas não comprometeu a qualidade da suas carteiras de crédito segundo dados do BACEN. Por outro lado, após a crise financeira de 2008, a inadimplência da

carteira de crédito das instituições privadas demora a retornar ao patamar anterior⁴⁸. Apesar da recuperação ocorrida durante a expansão econômica de 2010, a inadimplência voltou a crescer em 2011, estabilizando-se em 2012, para voltar a se retrair no último semestre. Já a taxa de inadimplência da carteira de crédito dos bancos públicos, desde o início do ciclo de expansão das instituições públicas, nunca ultrapassou os 3%, mantendo-se estável em torno de 2%. Depois de meados de 2009 a inadimplência vinha decrescendo.

Em perspectiva, vale ressaltar que o receio em relação à inadimplência era uma das principais justificativas originalmente a favor das medidas macroprudenciais, reforçando uma decisão de política monetária duplamente errônea, tanto no diagnóstico, quanto nos resultados obtidos. O mesmo comportamento pode ser observado em relação à inadimplência mensal de pessoa física. Como observam Serrano & Summa (2015), p.20, se a prioridade era controlar a inadimplência de trabalhadores e consumidores em geral, o aumento simultâneo das taxas de juro no varejo e a redução da disponibilidade de crédito para pessoa física parece ter tido o efeito oposto e previsível, porque em um momento de crescimento mais lento da renda, o serviço da dívida como proporção da renda mensal aumentou a partir do início de 2011.

Para uma melhor apresentação dos problemas relacionados ao crédito e o comprometimento da renda das famílias serão utilizados dados disponibilizados pela Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (PEIC) realizada pela FECOMÉRCIO-SP. Ela tem o objetivo de diagnosticar o nível de endividamento e inadimplência do consumidor⁴⁹. Das informações coletadas são apurados os seguintes indicadores: nível de endividamento, percentual de inadimplentes, intenção de pagar dívidas em atraso e nível de comprometimento da renda dos paulistanos.⁵⁰ O momento em junho de 2015 mostrava os problemas do comprometimento da renda ligados à aceleração do desemprego:

⁴⁸ Segundo as séries do BACEN a inadimplência da carteira de crédito privada nacional e estrangeira sai do patamar de cerca de 3% em setembro de 2008 para quase 6% no mesmo período em 2009. Só efetivamente retorna ao patamar anterior por volta do final de 2014.

⁴⁹ Os dados são coletados junto a cerca de 2.200 consumidores no município de São Paulo segundo a FECOMÉRCIO

⁵⁰ Segundo o IBGE São Paulo Capital e o estado tinham respectivamente 10,8% em 2015 e 32,3% em 2016 no PIB nacional, o que demonstra a importância desses dados no contexto brasileiro como um todo

“Na tentativa de equilibrar o orçamento diante do aumento do preço de bens essenciais, as famílias paulistanas estão mais endividadas em função dos empréstimos não previstos para tentar manter o mesmo padrão de consumo. A proporção passou de 48,9% em abril para 55,1% em maio, o maior valor desde julho de 2013. (...) De acordo com a Entidade, embora a parcela de endividados tenha registrado queda de 2014 até fevereiro deste ano (quando o endividamento alcançou 38,9% das famílias), o indicador voltou a subir desde então e registrou a terceira alta consecutiva. Em números absolutos, o total de famílias com algum tipo de dívida passou de 1,755 milhão em abril para 1,974 milhão em maio, o que, na comparação com o mesmo período em 2014, corresponde a um acréscimo de 139 mil. Para a assessoria econômica da Federação, outro fator que começa a influenciar a elevação do endividamento é a alta da taxa de desemprego. Ao mesmo tempo, a dificuldade em obter crédito pelos bancos, que estão mais seletivos e exigentes para evitar inadimplência, obriga muitas famílias a optarem por empréstimos mais caros, como o rotativo do cartão de crédito e o cheque especial.” FECOMÉRCIO, 2015

A situação, exatos três anos, depois seguia problemática na apresentação:

“Embora as famílias estejam se endividando menos na cidade de São Paulo, a dificuldade de acertar as contas em atraso permanece. (...) Em junho, a parcela de famílias paulistanas que possuem algum tipo de dívida caiu pelo terceiro mês consecutivo atingindo 49,4%, quedas de 1,7 ponto porcentual em relação a maio (51,1%) e de 0,3 p.p. na comparação com o mesmo mês do ano passado (49,7%). Em termos absolutos, são 1,92 milhão de famílias endividadas. Apesar da queda, o nível de inadimplência ficou praticamente estável (19,2%) em relação ao mês passado (19,3%) e a junho de 2017 (19%). Com isso, o dado aponta que 750,4 mil famílias não estão conseguindo pagar as dívidas em dia, e o atraso, em grande parte, passa dos 90 dias (51,7%). A pesquisa mostra que o porcentual de famílias que não terão condições de pagar as dívidas em atraso no próximo mês, ou seja, permanecerão inadimplentes, caiu de 9% em maio para 8,1% em junho, taxa praticamente igual à do mesmo mês do ano passado (8,2%). Os dados revelam que, apesar das famílias estarem evitando se comprometer com dívidas, seguem com dificuldades para pagar os compromissos já feitos. Esse quadro é um reflexo das incertezas no cenário econômico do País e, sobretudo, do ritmo lento da geração de empregos, condição que dá segurança para as famílias contraírem crédito.” FECOMÉRCIO, 2018

A piora nas condições apresentadas pode ser observada na tabela 7 que mostra a composição das dívidas das famílias paulistanas em cada mês de junho entre 2010 e 2018.

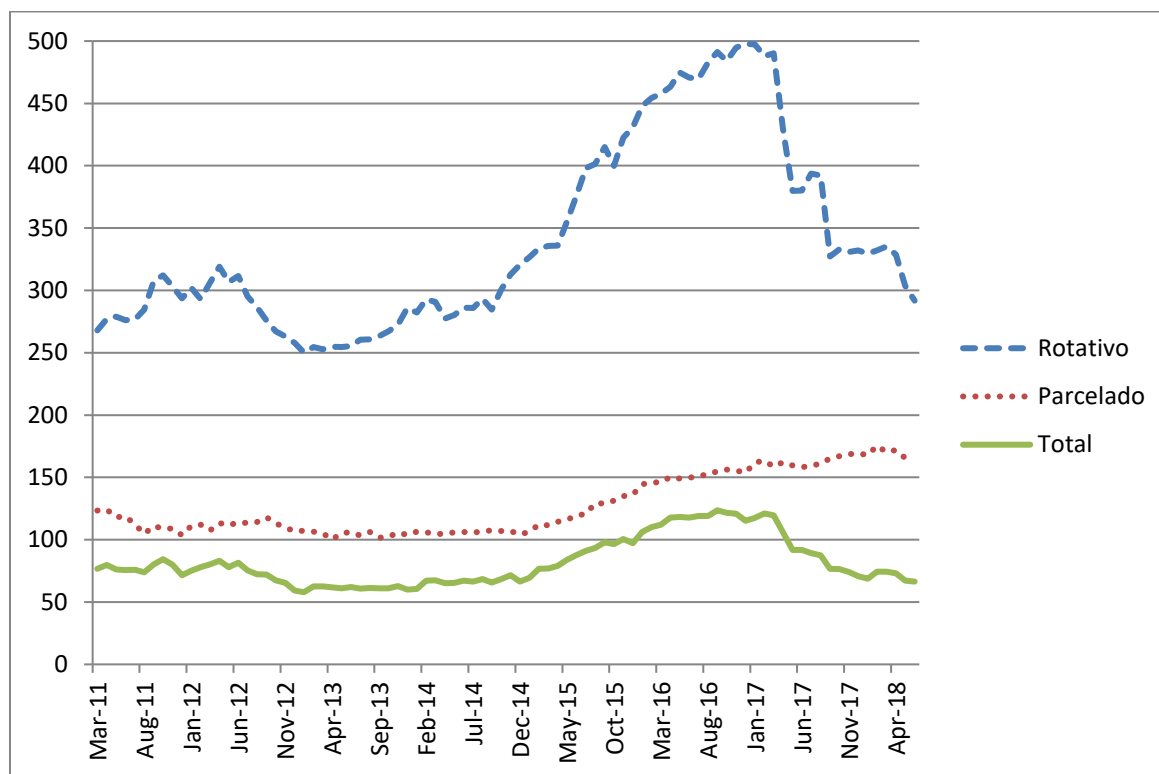
Observa-se um grande peso para dívidas de custo de amortização e juros mais elevado como cartão de crédito, enquanto financiamentos de carro e casa que tiveram um grande crescimento entre 2010 e 2014 demonstram ter desacelerado fortemente. As taxa de juros para cartão de crédito, que apesar de terem permanecido num patamar elevado vinha se reduzindo entre 2011 e 2014, elevam-se vigorosamente durante a recessão, especialmente os juros do rotativo, só em meados de 2018 voltando para o nível pré-crise (exceto no caso do parcelado que se mantém basicamente estável) como pode-se observar na tabela 8, resumo da composição das dívidas das famílias paulistanas pesquisadas anualmente a partir de 2010. O alto peso dessa modalidade tanto pelo alto custo quanto pelo seu predomínio nas dívidas das famílias agrava a situação do comprometimento da renda. Ademais, o nível dos juros do cheque especial, modalidade com alto custo, também segue em patamar mais elevado em 2018 do que em 2010.

Tabela 8: Composição das dívidas das famílias paulistanas

Tipo de dívida em junho	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cartão de Crédito	67.8%	70.0%	79.9%	69.5%	69.8%	70.9%	73.0%	72.0%	70.1%
Cheque Especial	5.3%	7.2%	5.2%	5.8%	6.3%	7.8%	10.9%	6.5%	7.8%
Cheque Pré-datado	4.7%	3.2%	1.3%	2.9%	1.8%	1.6%	1.6%	0.7%	1.0%
Crédito Consignado	3.2%	3.1%	2.1%	4.9%	4.8%	4.6%	5.9%	4.9%	5.6%
Crédito Pessoal	16.4%	14.8%	12.4%	15.0%	11.8%	12.3%	14.0%	13.8%	12.7%
Carnês	28.3%	21.3%	15.0%	16.5%	14.2%	14.2%	14.3%	13.3%	16.0%
Financiamento de Carro	7.5%	7.7%	7.3%	13.9%	20.1%	17.5%	15.0%	12.9%	13.6%
Financiamento de Casa	1.1%	2.8%	2.0%	8.3%	12.9%	11.7%	14.3%	10.8%	10.0%
Outras Dívidas	2.9%	1.3%	1.3%	1.2%	1.8%	2.0%	2.2%	1.3%	2.5%
Não sabe	0.0%	1.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.1%	0.0%
Não respondeu	0.2%	1.0%	0.6%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

Fonte: FECOMÉRCIO-SP

Gráfico 9: Taxas médias de juros de cartão de crédito para pessoa física 2011-2018

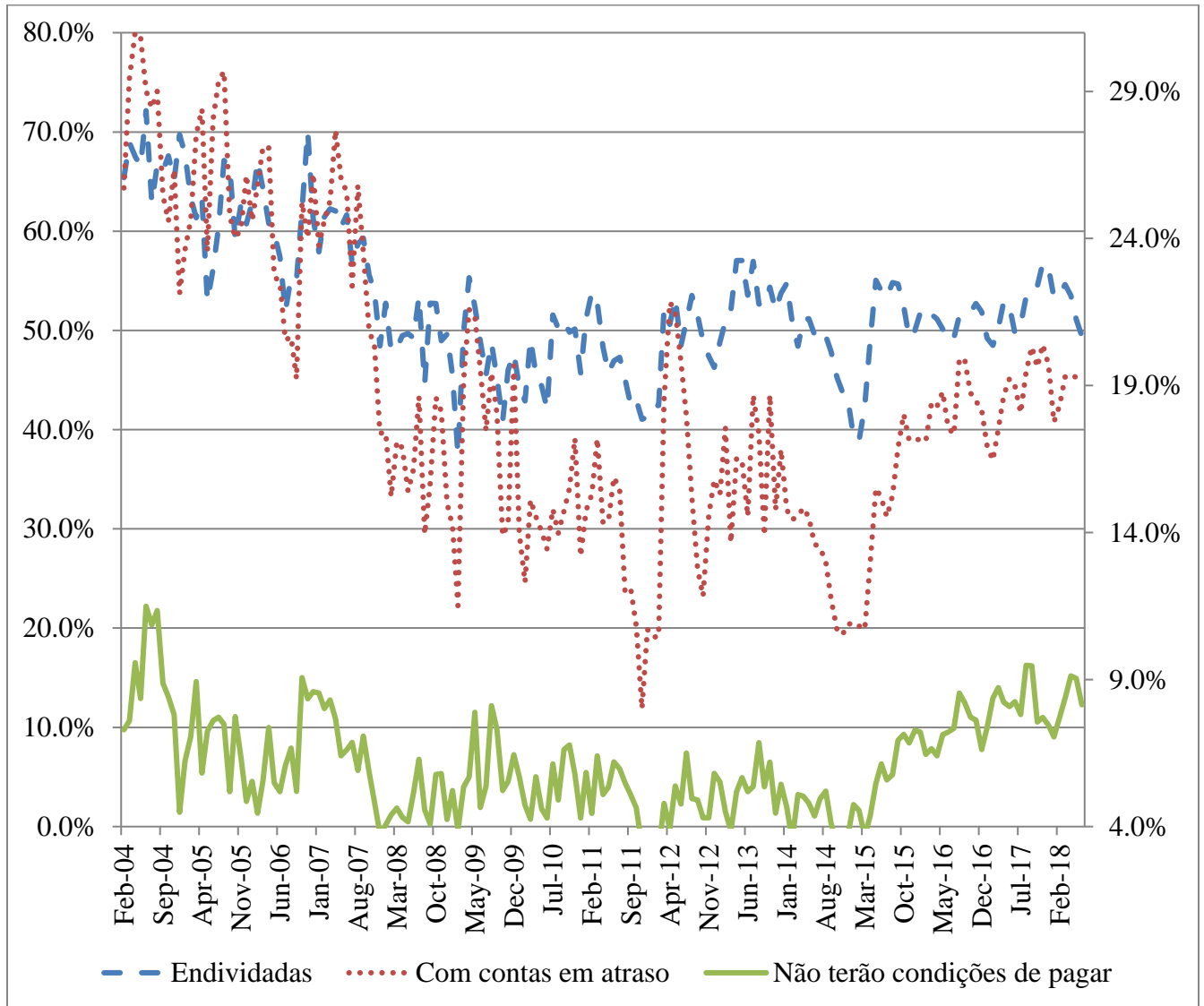


Fonte: BACEN

No gráfico 10, pode-se observar que o percentual de endividados (eixo a esquerda) permanece numa certa faixa de estabilidade nos últimos 10 anos, porém, tanto o percentual de famílias com contas em atrasos quanto famílias que declaram que não terão condições de pagar vem progressivamente se elevando desde o agravamento da recessão por volta de maio de 2015. É situação ainda mais dramática se considerar que a cidade de São Paulo tem sido um dos lugares que já retornaram ao nível positivo de gerações acumuladas de emprego registrado no período pré-crise⁵¹.

⁵¹ “observamos que a grande maioria das mesorregiões brasileiras já retornaram ao nível positivo de gerações acumuladas de emprego registrado no período pré-crise. Algumas mesorregiões verificam um ritmo de geração acelerada de emprego (saldo superior a 10 mil vagas), tais como a Região Metropolitana de São Paulo e Vale do Itajaí. Em contrapartida, algumas mesorregiões não se recuperaram do nível registrado no auge da crise, em meados 2016, tais como a Região Metropolitana do Rio e o Norte Fluminense.” Ver em <https://blogdoibre.fgv.br/posts/retomada-do-emprego-apresenta-fortes-disparidades-regionais>

Gráfico 10: Série Histórica da PEIC – percentual de famílias



Fonte: FECOMÉRCIO-SP

2.3.3. Discussão teórica sobre Spread bancário

A questão dos elevados juros e sua desejável redução, pelo menos em nível retórico, como aponta Paim (2013), sempre foi uma preocupação do BACEN. Entretanto, o receituário sugerido enfatiza que a redução do custo do crédito seria alcançada através de medidas de longo prazo, que apresentam, seguindo um receituário ortodoxo tradicional, os seguintes focos: promoção de maior concorrência e transparência do mercado de crédito; aumento da segurança jurídica dos contratos; condução das medidas macroprudenciais; e regulação bancária (BACEN, 1999, p. 23). O Banco Mundial também divulgou estudo ressaltando a importância da Selic para a determinação do spread. Nesse estudo, apresenta-se a relação não linear entre as taxas, indicando que, além dessas medidas apresentadas pelo BACEN, era necessário perseguirem-se “[...] reduções na taxa SELIC — ou seja, **sustentáveis** reduções consistentes com o cenário de inflação baixa e estável” (World Bank, 2006, p. 25, grifo feito por Paim).

Belaisch (2003) comenta sobre a estrutura de mercado não competitiva ser uma possível causa para uma baixa e ineficiente intermediação financeira no Brasil. Quando os bancos apresentam comportamento monopolístico os incentivos a melhorar a eficiência são fracos e os spreads bancários são elevados. A autora realiza testes econométricos e rejeita a hipótese dos bancos brasileiros, segundo a amostra de 2001, terem se comportado em competição perfeita. Os lucros dos bancos não seriam suficientemente sensíveis aos seus custos. Além disso, a competição não pode ser tomada como uma força relevante para a queda nos juros. Ressalta a autora que bancos puderam patrocinar sua aversão ao risco graças a disponibilidade de títulos do governo lucrativos e livres de risco como alternativa a emprestar para o setor privado (BELAISCH, 2003, p. 20).

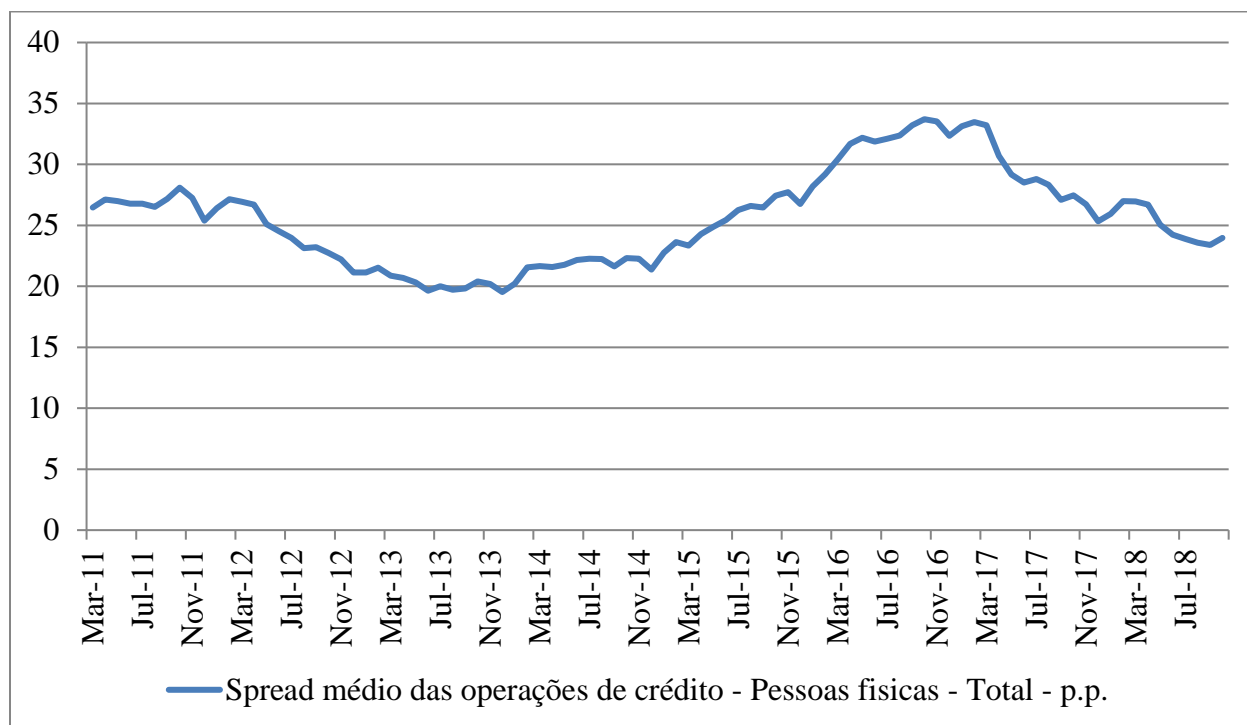
Paim (2013) associa à segurança e alta lucratividade dos títulos públicos em padrões internacionais com as altas taxas de amortização praticadas. A relação com a Selic derivaria do fato de que o Tesouro Nacional brasileiro oferece uma série de aplicações livres de risco e com liquidez imediata, lastreadas pela taxa básica, cuja elevação representaria um aumento no custo de oportunidade frente à alternativa de alocar esses recursos na concessão de empréstimos.

Segundo Paim (2015) as raízes construídas historicamente dificultam qualquer processo de transformação da atual estrutura financeira. O autor aponta a presença das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) como determinante para a manutenção de altas taxas de juros pela eliminação do impacto negativo que uma elevação dos juros causa sobre a riqueza dos detentores de títulos, pois tal impacto só existe em títulos prefixados; somadas a um **efeito renda financeira** às avessas, devido ao aumento no rendimento dos detentores de LFTs causado por uma elevação nos juros que as remuneram; o que ocasionaria, por sua vez, a possibilidade de equilíbrios múltiplos decorrente da utilização da Taxa Selic para remuneração do mercado de curto e de longo prazos, sendo que o País estaria preso no equilíbrio com juros elevados.

Martins & Ferraz (2011) ressaltam que a decisão de portfólio dos bancos leva em conta os retornos “totais” não só das operações de crédito, mas dos demais ativos relevantes adquiríveis nos mercados de capitais. Isto é particularmente relevante para o caso brasileiro, já que os títulos públicos têm por característica elevada remuneração, alta liquidez e risco nulo e competem de forma “desleal” com os empréstimos no portfólio dos bancos brasileiros. (Martins & Ferraz, 2011, P. 274-275.)

Empiricamente a diminuição do spread bancário observada entre 2012/2013 a partir da estratégia dos bancos públicos feita em coordenação com o governo Dilma coloca certa dúvida a questão estrutural do *spread* e dá margem a possibilidade de fruto de uma conduta anticompetitiva feita entre os principais bancos, que como foi mostrado, detém a grande maioria do mercado de crédito. No gráfico 11 apresentamos a trajetória do spread bancário brasileiro para PF nos últimos anos.

Gráfico 11 Spread médio das operações de crédito para pessoa física



2.3.4. Dados sobre o spread e conduta dos bancos

Na primeira metade do último ciclo, durante a década de 2000, há uma manutenção do nível do spread. A redução substancial e mais duradoura ocorre na segunda metade. Na verdade, a magnitude da redução após abril de 2012 deve-se à atuação de instituições, qual seja, a ação mais incisiva de redução da taxa de juros pelos bancos públicos: Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.⁵²

Pela experiência no 1º governo Dilma, o ciclo de redução da Taxa Selic demonstrou ser insuficiente para promover a aceleração econômica. As sucessivas decisões do Copom pela redução da Taxa Selic, iniciadas em setembro de 2011 e que prosseguiram no primeiro semestre de 2012, foram realizadas enquanto o crescimento econômico desacelerava.

⁵² Interessante observar após 2 anos de governo Temer, com um claro discurso crítico em relação a utilização do BB e CEF para influenciar o mercado de crédito, que propõe-se aplicar uma proposta do (ainda) governo Dilma de janeiro de 2016 para a utilização do FGTS como garantia para crédito... consignado. <https://oglobo.globo.com/economia/caixa-banco-do-brasil-vaio-oferecer-credito-consignado-com-garantia-do-fgts-22956785>

Isso serve para corroborar a hipótese de que as decisões de investimento são baseadas nas expectativas da atividade futura e, nesse caso, a queda na taxa de juros não foi suficiente para recuperá-las. De qualquer modo, determinados investimentos de longo prazo que promovam e sustentem o desenvolvimento — dentre eles, infraestrutura, habitação, pesquisa e inovação — precisam ser efetivados no presente independentemente dos prognósticos futuros e, para tanto, necessitam de investidores. Esse comportamento reforça o que foi apresentado nos modelos da seção 2.1. e 2.2., o comportamento da demanda por crédito e capacidade de endividamento das famílias está ligada diretamente a variáveis como gasto público e emprego.

Além disso como comenta Paim (2014) os agentes no mercado de crédito(os bancos) não agem de forma padronizada, defendendo margens de lucro em detrimento de possíveis expansões da oferta creditícia que seriam mais benéficas a economia como um todo⁵³:

“No entanto, em março de 2013, o BACEN tornou a elevar a taxa Selic, que, desde abril deste ano, se encontra em 11%. Acompanhando esse movimento, o *spread* bancário também se elevou e, em julho, superou o patamar em que se encontrava em 2011. Ou seja, apesar de a taxa básica estar em nível menor do que no início do período analisado, **o *spread* não só se recompôs da queda provocada pela ação dos bancos públicos, como também superou seu nível anterior.** Como resultado, tem-se que a taxa média de juros cobrada de pessoas físicas está no nível mais alto da nova série, disponibilizada desde março de 2011. (...) **Em síntese, percebe-se que as benesses de uma taxa Selic mais baixa não foram transferidas aos tomadores finais. O resultado repercute-se em má qualidade da dívida das famílias, que comprometem parcela importante das suas rendas com o pagamento de juros. Acrescenta-se que o aumento do endividamento amplia a sensibilidade a alterações na taxa básica.**” (PAIM, B. p. 2 in: FEE, Carta de Conjuntura - Ano 23 nº 9; grifos meus)

Fica claro que o perfil da dívida das famílias acaba por comprometer a expansão do crédito no País. Caso esse volume de dívidas fosse tomado em melhores condições, haveria maior espaço para endividamento sem aumento do comprometimento da renda. Nesse sentido vem ao encontro nessa dissertação de como as altas taxas de juros e de amortização impedem um crescimento da dívida sem um comprometimento da renda excessivo com sua rolagem por parte das famílias.

⁵³ A própria reação inicial da Federação Brasileira dos Bancos (Febraban) de viajar a Brasília em abril de 2012 com uma lista de vinte reivindicações para reduzir os spreads e entregar ao então secretário-executivo da Fazenda, Nelson Barbosa logo após o início da ofensiva mais agressiva do BB e CEF de acirramento concorrencial sugestia esse comportamento oligopolístico. (SINGER, 2015, p. 48)

Comentando sobre a tentativa de diminuição do *spread* por meio da pressão concorrencial dos bancos públicos Paim (2015) escreve que a tentativa de redução do *spread* bancário utilizando o poder de mercado dos bancos públicos encontrou forte resistência nos bancos privados, que acabaram por assumir uma perda no *market-share*, ao invés da esperada contração das margens de lucro⁵⁴:

“Nota-se que, em um primeiro momento, compreendido entre o início da redução da taxa básica, em agosto de 2011, até a sua primeira elevação, em março de 2013, houve diminuição da taxa Selic (-5,25 p.p.) e do *spread* (-4,98 p.p.), que culminou em uma queda da taxa de juros média (-7,76 p.p.). O resultado, no entanto, foi atingido por meio da expansão dos empréstimos originados nas instituições públicas. Ou seja, as instituições privadas sofreram uma perda do *market-share*. Do início ao fim desse processo, a participação das instituições públicas passou de 22% para 28,6%.” (PAIM, B., 2015 p. 12)

A partir dessa listagem de questões estruturais como os problemas com o *spread* bancário e o alto comprometimento de renda das famílias brasileiras com a amortização de dívidas, junto a apresentação dos modelos de supermultiplicador *sraffiano* com crédito para consumo como um dos gastos autônomos que não geram capacidade, e como a sua lógica de funcionamento explica a retroalimentação entre a desaceleração econômica brasileira e do crédito, analisaremos empiricamente a questão no capítulo 3.

⁵⁴ Apesar de algumas discordâncias em relação ao progressismo da agenda dita desenvolvimentista adotada pela presidenta Dilma Rousseff, e a divisão feita pelo autor entre coalizões “rentista” e “produtivista”, Singer (2015) explicita a economia política da “Guerra dos Spreads” ver Singer (2015)

Capítulo 3. Análise empírica e modelo de demanda por crédito.

Neste capítulo iremos estudar os determinantes da demanda por crédito por crédito de uma perspectiva empírica. Inicialmente será apresentada uma literatura que utilizou base econométrica, testes empíricos, para analisar crédito no Brasil . Em seguida um panorama geral em relação as variáveis utilizadas pelo VEC que será aqui apresentado, o modelo em si e comentários acerca dos resultados.

Esta seção se inicia com um resumo da literatura empírica sobre crédito para consumidor no Brasil e encerra com a estimação de um modelo Vetorial de Correção de Erros (*VEC*) visando identificar a influência do saldo de criação de empregos na concessão de crédito livre mensal para a pessoa física entre o período 2012 e 2018.

3.1.Review dos artigos que estimam demanda por crédito.

A divisão da literatura selecionada em três partes se deve a primeira a temática e outras duas às variáveis escolhidas em cada artigo para explicar parte do comportamento do crédito. Na primeira seção é enfatizada a importância do crédito num contexto amplo, sua grande influência no consumo, crescimento econômico e desenvolvimento econômico. Na segunda seção serão analisados artigos que estão centrados em questões ligadas às condicionantes do crédito e sua influência no mercado de crédito, como a estrutura bancária, os custos do crédito e mudanças institucionais. Na seção seguinte avalia-se a importância de variáveis exógenas no comportamento das variáveis creditícias. Não se trata de uma divisão draconiana e é de se esperar que em alguns deles encontremos elementos de diferentes seções, como em Oliveira, Modenesi, Luporini (2018) e ambos os artigos feitos por Paulo Matos. Em grande parte se trata de uma adaptação da idéia de “oferta” e “demanda” de crédito presente na literatura já que partindo do pressuposto que o crédito é *demand driven* a própria separação entre variáveis de oferta e demanda torna-se um contra senso. Resumidamente seria uma seção para a influência do crédito na economia como um todo, seguido da seção falando das condicionantes do crédito seguida de uma seção sobre a importância de variáveis externa ao mercado de crédito neste.

3.1.1. Trabalhos empíricos sobre influência do crédito

Inúmeros trabalhos, ortodoxos e heterodoxos, foram realizados por meio de diferentes métodos econométricos na tentativa de embasar argumentos e reforçar testes relacionados ao comportamento do mercado de crédito no Brasil e sua influência para a economia como um todo.

Matos (2002) procura verificar a natureza da relação entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico no Brasil. A partir da realização de testes de causalidade de Granger em dados anuais do período 1947-2000, sendo que as séries de crédito bancário ao setor privado e crédito do sistema financeiro ao setor privado cobrem somente os períodos 1963-2000 e 1970-2000, respectivamente. Três conjuntos de variáveis foram utilizados: a) crescimento econômico, alvo da análise, b) indicadores de desenvolvimento financeiro, e c) as variáveis de controle usadas nos testes multivariados de causalidade. Os resultados obtidos revelam, em geral, evidências de relação causal positiva, unidirecional e significativa entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, ou seja, os dados dão suporte à hipótese de que o desenvolvimento financeiro exerce efeito positivo sobre o crescimento da economia no Brasil, sem retroalimentação. Defende a hipótese da existência de estímulos ao crescimento econômico originários do sistema financeiro com significação adicional, na medida em que reforça, também, a importância da confiabilidade institucional nesse processo.

Schettini et. al (2012) encontra efeito significativo do crédito sobre o consumo das famílias no período 1995-2009; utilizando testes de raiz unitária, Testes de cointegração e modelos de alternância de regimes markovianos; inclusive como comenta nas notas finais, apesar de não ter discutido relações de causalidade, que tais conclusões são compatíveis com a hipótese de relaxamentos na política fiscal implicarem aumento na renda disponível do setor privado, tendo significativo impacto sobre a dinâmica trimestral do consumo das famílias no Brasil. Em relação ao nosso tema sugere-se resultados de que acréscimos de 1% do PIB no volume de crédito disponibilizado às famílias brasileiras parecem estar associados a acréscimos de 1,5% a 2% no consumo destas últimas; enquanto acréscimos de um ponto percentual na taxa de juro real mensal parecem estar associados a reduções de 1,5% a 2% no consumo das famílias brasileiras. Chegou-se também a resultados fortemente sugestivos que o poder explicativo da oferta de crédito não deve ser negligenciado, pois o modelo com apenas a renda disponível como variável

explicativa apresenta resultados inferiores aos demais⁵⁵. Além disso, relativiza o poder preditivo da inclusão da variável taxa de juros sobre o consumo das famílias, pois sua inclusão como variável não teria gerado resultados flagrantemente superiores a outros em que utilizam apenas o volume de crédito às famílias.

Missio, Jayme & Oliveira (2015) analisam a relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e desenvolvimento econômico a partir do recorte das unidades federativas brasileiras entre 1995 e 2004 com auxílio da técnica de regressão quantílica. Dentro do paradigma pós-Keynesiano, o trabalho busca mostrar que sistema bancário vai além de um mero intermediário entre investidores e poupadores, sendo essencial na determinação do volume de financiamento do investimento, além da importância da poupança, mesmo sendo um subproduto do investimento, na consolidação financeira do passivo de curto prazo das empresas inversoras e dos bancos. A menor preferência pela liquidez estaria por trás de parte do maior dinamismo de regiões com mercados bem desenvolvidos em detrimento de regiões mais atrasadas.

Para mensurar o desenvolvimento do sistema financeiro foram seguidas duas estratégias, baseadas na construção de indicadores que captam dimensões como o tamanho do setor, o nível de atividade, o desenvolvimento e a eficiência do sistema financeiro.

A variável dependente é o PIB nominal da unidade federativa específica durante o período analisado, enquanto há uma variável representando o desenvolvimento do sistema financeiro, além de variáveis de controle, parâmetros a serem estimados, efeitos fixos regional e de tempo. A análise empírica explora o impacto dos depósitos a vista e depósitos a prazo, usados como *Proxy* de desenvolvimento do sistema financeiro, sobre o crescimento econômico. Além disso, a análise emprega um indicador da preferência pela liquidez do público e dos bancos para captar o argumento pós-keynesiano.

As evidências encontradas sugerem, em geral, uma relação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e desenvolvimento econômico regional e a possibilidade de efeitos regionais distintos, como por exemplo, uma relação negativa entre o desenvolvimento

⁵⁵ Em relação a isso, pode-se observar que o consumo a partir da renda disponível e o consumo a partir do crédito têm naturezas diferentes. O 1º é um consumo induzido, enquanto o 2º é um gasto autônomo, como foi apresentado no 2º capítulo dessa dissertação.

do sistema financeiro e o nível de renda para as unidades federativas menos desenvolvidas, o que pode significar uma não funcionalidade desse sistema, que agrava as disparidades de renda regional. Além disso, a gestão dos ativos bancários no espaço (diferente preferência pela liquidez) acaba por desempenhar um papel ativo na configuração das diferenças inter-regionais brasileiras.

Matos (2017) faz uso de um painel na estimação das relações entre crédito real per capita obtido pelas famílias e variáveis financeiras, econômicas e sociais⁵⁶. Analisando dados de 14 países latino americanos entre 2004 e 2011, encontram que a presença de um setor bancário doméstico mais concentrado é relevante para um mercado creditício mais desenvolvido nos países analisados. Por outro lado, há uma correlação entre taxas de juros de depósitos mais baixas e uma maior demanda por crédito do sistema financeiro. Encontra-se também o resultado bastante contraintuitivo que maiores taxas de desemprego e crescimento do crédito, cuja justificativa segundo o autor seriam programas de microcrédito para trabalhadores desempregado que estão atuando no setor informal. Em relação ao Brasil enfatiza-se sua forte regulação creditícia, o forte crescimento da relação crédito sobre PIB no período analisado, apesar de problemas como as “inaceitáveis” taxas de juros praticadas, que implicariam altos custos de financiamento, que impõem limites ao mercado de crédito.

Matos e Correia (2017) segue metodologicamente o exercício empírico de Matos (2017), abordando a política creditícia no Brasil, visando identificar os determinantes da concessão de crédito nos estados brasileiros entre 2004 e 2013 e analisa esse viés regional presente no país. Pressupõe-se a existência de uma política de crédito diferenciada por desigualdades regionais, correlacionada a uma robusta, persistente e ampla heterogeneidade em diversas questões econômicas e sociais. Os autores propõem um modelo de painel, procurando estimar a relação entre o nível de renda per capita real das famílias e uma série de variáveis econômicas mais do que tentar identificar a causalidade no modelo. Pela ausência de micro fundamentação⁵⁷, foi tentado um procedimento reverso, de um modelo irrestrito até um melhor especificado, sendo que a melhor versão segundo os autores foi aquela com o maior poder explicativo considerando

⁵⁶ Pelo lado da demanda as variáveis utilizadas são PIB per capita, índice de capital humano, a relação investimento sobre PIB, taxa de depósito e a taxa de desemprego.

⁵⁷ Na conclusão os autores citam que a omissão de variáveis relevantes podem ser o problema dos modelos de consumo intertemporal tradicionais ao serem aplicados em análises de padrão de crédito em países emergentes.

todas as possíveis combinações⁵⁸. Mostram uma positiva e significativa relação entre crédito às famílias e capital humano, medido por anos de estudo, valendo o mesmo entre maiores níveis de crédito e maiores níveis de renda. Ao mesmo tempo, os resultados sugerem que indivíduos mais pobres tendem a obter mais empréstimos no Brasil e enfatizam que a demanda por crédito cumpre um papel mais importante que a oferta.

3.1.2. Trabalhos empíricos sobre condicionantes da oferta de crédito para consumidor no Brasil

João Manoel Pinho de Mello tem uma contribuição na literatura empírica ortodoxa sobre comportamento dos condicionantes de crédito para consumidor no Brasil recente que será abordado nesse trabalho. Seu artigo com Ana C. Costa “*Judicial Risk and Credit Market Performance: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans*” de 2008 apresenta a partir de um caso ocorrido durante a implementação do crédito consignado em folha de pagamento no Brasil o efeito de riscos judiciais na oferta de crédito, dentro da linha da Nova Economia Institucional⁵⁹ de autores como Daron Acemoglu. Nesse artigo os autores analisam uma sequência de eventos particulares que forneceram a variação de contexto institucional e a partir da análise estatística capturar seus impactos quantitativos. Toda a especulação gerada a partir de uma possível, e posteriormente negada, proibição do uso de rendas futuras como garantia para essa modalidade crédito a partir de decisão do Superior Tribunal de Justiça em junho de 2004, o que forneceu ao estudo os dados empíricos para a medição do efeito sobre o mercado de crédito. A estratégia empírica concentrou-se em três variáveis econômicas: preço dos empréstimos, volume de empréstimos e avaliação de risco. Os resultados obtidos reforçam a conjectura que incerteza jurídica gerada trouxe efeitos adversos no desempenho do mercado como um todo, não impedindo o *boom* do crédito consignado, mas trazendo condições piores aos contratantes,

⁵⁸ Todas as oito possíveis variáveis, depois sete, seis e assim progressivamente. Nos testes optou-se por uma versão que utilizasse elementos significativos tanto da oferta, quanto da demanda por crédito, ignorando variáveis presentes no modelo irrestrito devido a sua insignificância individual ou baixo poder explicativo.

⁵⁹ Sobre a Nova Economia Institucional e sua base neoclássica ver Simões 2014

graças a uma maior percepção de risco, uma limitação na expansão da quantidade emprestada de crédito e um acréscimo nas taxas de juros⁶⁰.

Coelho, Mello & Funchal (2012) estimam o impacto da lei do crédito consignado no mercado de crédito para o consumidor utilizando linhas de financiamento para automóveis como grupo de controle a partir de uma regressão Diff-in-Diff. A partir de dados do BACEN dividiram em duas categorias de crédito para consumidor: financiamento de automóveis e crédito pessoal coletados entre junho de 2000 e dezembro de 2006. A intenção era mensurar o efeito médio da introdução da lei no crédito pessoal. Os efeitos diretos captados foram de um aumento de R\$ 46 milhões nos empréstimos pessoais a mais do que nas concessões para automóveis e uma queda de 7,7% a mais dos juros de empréstimos pessoais que nas taxas para concessões de automóveis. Indiretamente foi captada uma queda nos juros de 5% a.a. em instituições que não estavam cadastradas para fornecer crédito consignado.⁶¹

Trabalhos pela ótica das implicações das inovações no mercado, comportamento dos spreads bancários no mercado de crédito, principalmente pelo lado da oferta, se seguiram ao passar da década. Coelho, Mello & Garcia (2006) analisaram respostas da demanda e oferta de crédito a mudanças na política monetária. Foram analisados dados relativos aos juros dos empréstimos e o montante dos empréstimos, com o uso de frequência diária dos novos empréstimos e informação em relação a taxa de juros para identificar a respostas da concessão de crédito por parte dos bancos após os choques monetários. Os resultados dos testes foram coerentes com a forma que a literatura ortodoxa trata o canal de empréstimos bancários: mudanças inesperadas na taxa SELIC têm um efeito negativo e estatisticamente significativo em novos empréstimos, e um efeito positivo e significativo na taxa de juros dos empréstimos no período de três e quatro dias após a reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM).⁶²

⁶⁰ Importante ressaltar que estudos como Costa & De Mello (2008) tratam de mudanças estruturais que alteram as condicionantes do crédito, algo que não será analisado no teste da próxima seção.

⁶¹ “INSS beneficiaries constitute the largest market for payroll lending (roughly 50% in 2008), and the law mandates that banks need to be chartered by the INSS to lend to recipients of social security benefits. The chartering process started in May 2004, and banks were chartered at different times.” Coelho, Mello & Funchal, 2012, p. 925

⁶² Em comparação à indústria bancária americana houve um resultado consideravelmente diferente: no Brasil grandes bancos respondem mais fortemente a choques monetários que os bancos menores, o contrário do que ocorre

3.1.3. Trabalhos empíricos sobre a influência de variáveis exógenas no comportamento do crédito

Pisu e de Mello (2009) avaliam o papel do mercado de crédito na condução de política monetária brasileira entre dezembro de 1995 e junho de 2008 utilizando a técnica de VEC com dados macroeconômicos agregados. Para a equação de demanda pro crédito as variáveis escolhidas foram atividade econômica, inflação e a taxa de empréstimo praticada pelos bancos, enquanto a equação de oferta depende também pela inflação e das fontes de captação disponível aos bancos incluindo capital e taxa de captação de fundos externos. Visou-se avaliar o grau de magnitude do canal de empréstimos bancários da política monetária. Os resultados segundo os autores podem ser resumidos em três:

i) A baixa relação entre crédito e PIB não impossibilita a existência do canal de transmissão monetário no caso brasileiro. A partir da estratégia de identificação dos autores, a demanda de longo prazo por crédito é positivamente relacionada à atividade econômica real e negativamente relacionada a taxa de juros dos empréstimos e inflação, enquanto a oferta de crédito de longo prazo é negativamente relacionada a taxa de captação de fundos externos, e positivamente relacionada a taxa de juros dos empréstimos, inflação e capital bancário; ii) O volume de empréstimos oferece informação limitada na trajetória da inflação futura. Os autores questionam a relevância de monitoramento regular de crédito agregado para a conduta de política monetária num regime de metas de inflação⁶³; iii) Variações na política monetária cumprem importante papel em restaurar desequilíbrios de curto prazo na oferta de empréstimos bancários através de seu impacto no custo de fontes de financiamento dos bancos diferentes dos depósitos como fundos externos por exemplo.

Também utilizando como estratégia empírica a estimação de um Modelo de VEC Bogado (2011) afirma que há um canal de empréstimos bancários operando na economia brasileira no segmento de crédito para pessoa física. O artigo incorpora à análise, semelhante a Pisu & De Mello (2009), uma especificação para o crédito para pessoa física e para pessoa jurídica.

nos Estados Unidos segundo os estudos apresentados. A evidência é similar tanto para bancos domésticos quanto para bancos estrangeiros, privados ou governamentais.

⁶³ Interessante observar que essa baixa correlação entre o volume de empréstimos e a inflação futura poderia ser utilizada como um argumento contra a idéia nova clássica presente no regime de metas de inflação que o core inflacionários é de demanda.

Utilizaram-se dados mensais abrangendo o período de novembro de 2001 até agosto de 2010. Os resultados a partir da não-rejeição das hipóteses significativas do modelo são:

- A demanda de crédito para pessoa física não é afetada nem pela taxa de captação de depósitos, nem pela taxa de captação bancária para empréstimos para pessoa física. Nesse sentido seu resultado reforça a idéia que a procura por crédito está relacionada a questões alheias ao custo do crédito *per se*. O que em grande parte é a origem da idéia da seção 3 que vem em seguida nesse trabalho.

- A oferta de crédito não é afetada pela confiança do consumidor e o custo de captação de recursos e a confiança do consumidor são fracamente exógenos. Testou-se a hipótese da oferta de crédito ser uma função do spread bancário, e não da taxa de juros, e a hipótese não pode ser rejeitada. O autor enfatiza como uma demonstração da importância da variável para a concessão de crédito bancário. Nesse sentido, o artigo reforça a importância da variável “spread” que será utilizada na seção 3 dessa dissertação.

Lopes (2017) constrói um modelo de concessão de crédito livre para pessoas físicas entre 2004 e 2016 com dados trimestrais com base no método de Mínimos Quadrados e projetando variáveis para testar sua capacidade de previsão a partir de modelo de vetores autoregressivos (VAR). A lógica do modelo baseou-se em três diretrizes de onde se buscaram as variáveis explicativas: a situação financeira dos tomadores de crédito; as suas expectativas em relação ao futuro; e o preço do produto, no caso crédito⁶⁴. Em relação ao resultado obtido pode-se observar a relevância de fatores relacionados ao preço do produto (spread), ao nível de alavancagem dos bancos do país (crédito como percentual do PIB), à situação financeira atual dos tomadores de crédito (população ocupada e salário de admissão) e às expectativas em relação ao futuro (índice de confiança).

Oliveira, Luporini & Modenesi (2018) avaliam a existência do chamado canal dos empréstimos bancários com dados mensais para o período entre 2004 e 2012 a partir da estimação de um Modelo VEC numa ampliação de Bogado (2011) com uma substituição do

⁶⁴ As séries utilizadas em questão, com as devidas adaptações em relação ao período analisado, foram: a quantidade de pessoas empregadas no país, a partir de dados da PME e PNAD. Saldo de crédito sobre o PIB; salário real de admissão medido pelo CAGED; índice de confiança do consumidor; e a taxa média de juro das operações de crédito com recursos livres para pessoa física.

índice de confiança do consumidor pela renda média formal, utilizado como *proxy* da renda média de pessoa física. Foram selecionadas sete variáveis na estimação do modelo, todas relacionadas ao mercado de crédito para a pessoa física: saldo de crédito, inflação, taxa de captação, renda formal, volume de captação dos bancos, prazos e taxa de juros dos empréstimos. A equação de demanda apresenta coeficientes para “renda formal”, “prazos” e “inflação” e com sinais de acordo com as hipóteses levantadas pelos próprios autores, enquanto o coeficiente da variável “taxa de juros reais” tem uma relação negativa, mas não significativa, com respeito à demanda por crédito, o que também corrobora a hipótese de que a taxa de juros não teria influência significativa sobre as decisões de demanda por crédito e que o valor da prestação seria mais relevante nas decisões de crédito do consumidor. Em relação à equação de oferta de crédito todas as variáveis apresentaram coeficientes significativos e com os sinais esperados. As variáveis “taxa de captação” e “inflação” possuem relação negativa enquanto as variáveis “taxa de juros reais” e “volume de captação” possuem relação positiva com a oferta de crédito. Os resultados das quatro variáveis são bastante coerentes, a taxa de captação por ser uma variável de custo para os bancos logicamente é negativamente relacionada, enquanto a flutuação de preços acaba sendo um elemento desestabilizador. A taxa de juros real e o volume de captação acabam sendo respectivamente *proxys* da lucratividade e do volume de negócios feitos pelos bancos, logo é bastante razoável considerar que sejam positivamente correlacionados com a oferta de crédito.

A relação positiva entre o volume de captação dos bancos e a oferta de crédito é uma evidência favorável a respeito da existência de um canal dos empréstimos bancários na economia brasileira. Já o coeficiente da taxa de juros é cerca de dez vezes mais elevado na curva de oferta do que na curva de demanda. Esse resultado pode ser encarado como um sinal de que o custo do crédito é bem mais relevantes para as condicionantes da oferta de concessão de crédito do que para a demanda por crédito, que é influenciada por outras variáveis. Como concluem Oliveira, Luporini & Modenesi (2018):

“Os resultados são favoráveis à existência do canal dos empréstimos bancários e estão em linha com os resultados da literatura publicada acerca do tema. De acordo com o modelo estimado, os prazos e a renda média formal possuem grande relevância no processo de decisão de tomada de crédito, enquanto que a taxa real de juros parece ter menor relevância. Com respeito à oferta de crédito, os bancos parecem reagir a alterações na disponibilidade de recursos ao reduzir ou elevar o nível de crédito concedido e as funções impulso-resposta indicam que choques nas taxas de juros de captação de mercado

perturbam o equilíbrio no mercado de crédito negativamente, enquanto choques nos prazos e no volume de captação também o fazem só que positivamente. A relevância dos resultados para a investigação macroeconômica se dá no sentido de que há a necessidade de se desenhar uma estratégia de política monetária levando em consideração tais aspectos idiossincráticos, principalmente quando relacionados a mudanças estruturais na economia. **Os agentes econômicos parecem reagir com mais intensidade a variáveis fora do controle direto da autoridade monetária do que aos instrumentos que se controla diretamente. Portanto, choques nestas variáveis poderiam agir no sentido de facilitar ou dificultar o cumprimento de metas estabelecidas pela autoridade monetária.**” OLIVEIRA, LUPORINI & MODENESI (2018) p.22, grifos meus

A partir das referências bibliográficas apresentadas no amplo e variado tema do crédito para consumo será introduzida a estratégia empírica específica que será utilizada nesse capítulo com suas devidas justificativas e a apresentação dos resultados obtidos.

3.2. Estratégia empírica adotada

O que se pretende realizar nessa seção é, a partir dos exemplos apresentados na resenha anterior, construir um modelo que consiga demonstrar empiricamente a importância de variáveis alheias ao mercado de crédito para o comportamento da concessão de crédito, em especial o emprego formal na retroalimentação observada que a concessão creditícia e a criação de empregos formais.

Na ausência de um método para a sistematização dos inúmeros resultados obtidos a partir dos dados analisados optou-se pelo modelo cujos resultados mostraram maior robustez, passou por todos os testes utilizados e cujas variáveis mostraram-se significantes empiricamente.

Modelos de Vetores Autorregressivos são amplamente utilizados na literatura empírica conforme seção anterior. Modelos VAR tipicamente tratam todas as variáveis como *a priori* endógenas o que permite analisar a dinâmica das inter-relações de múltiplas séries temporais onde as variáveis são mutuamente influenciadas umas pelas outras.⁶⁵ Modelos VAR são portanto uma classe de modelos adequada para descrever o processo de geração de dados de um pequeno ou moderado conjunto de variáveis de séries temporais onde todas as variáveis são explicadas em

⁶⁵ Permite que o modelo responda também à crítica de Lucas (1976) sobre a legitimidade de se utilizar parâmetros constantes para se modelar os efeitos de estímulos de políticas econômicas e a validade de se tratar tais políticas como exógenas.

função de suas próprias defasagens e das demais variáveis e suas defasagens permitindo a compreensão da dinâmica das suas inter-relações.

Como será explicitado na seção 3.3.1 as variáveis analisadas nesse trabalho apresentam raiz unitária, sendo necessário diferenciá-las para que se tornem estacionárias, entretanto ao diferencia-las muitas de suas características são perdidas.

Nesse sentido podemos especificar um modelo autorregressivo mais completo, com um mecanismo de correção de erros – VEC. Para tanto é necessário que as variáveis em questão cointegrem, apresentando assim uma dinâmica em comum, dada pelo vetor cointegrante. Os testes de raiz unitária e cointegração são apresentados nas seções 3.3.1 e 3.3.2.

Optou-se nessa dissertação por utilizar como estratégia de identificação Vetores de Correção de Erros (VEC) para analisar a magnitude da influência das seguintes variáveis na concessão de crédito livre para a pessoa física. Teremos 3 resultados analisados: coeficientes do vetor, decomposição de variância e funções de impulso resposta. Além disso, por meio destas funções impulso-resposta, é possível avaliar, em decorrência de choques simulados em variáveis exógenas, o quão relevante e persistente são seus efeitos sobre a dinâmica de outras variáveis do sistema. As 3 análises apontam para a existência de evidências que corroboram a hipótese da forte influência do emprego na concessão de crédito.

A amostra compreende 73 observações entre março de 2012 e de 2018⁶⁶ e as quatro variáveis selecionadas para a estimação do modelo são as seguintes: i) *CC_12*: Variação real das concessões de crédito, ajustada a partir da variação mensal do IPCA, em 12 meses dos resultados da série 20662 do BACEN⁶⁷ “Concessões de crédito com recursos livres - pessoas físicas - Total - R\$ (milhões).” ii) *CAGED*: saldo de empregos formais criados nos últimos 12 meses segundo a série feita pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED do Ministério do Trabalho) iii) *PRAZO*: série mensal 20878 criada pelo BACEN “Prazo médio das concessões de crédito com recursos livres - pessoas físicas -

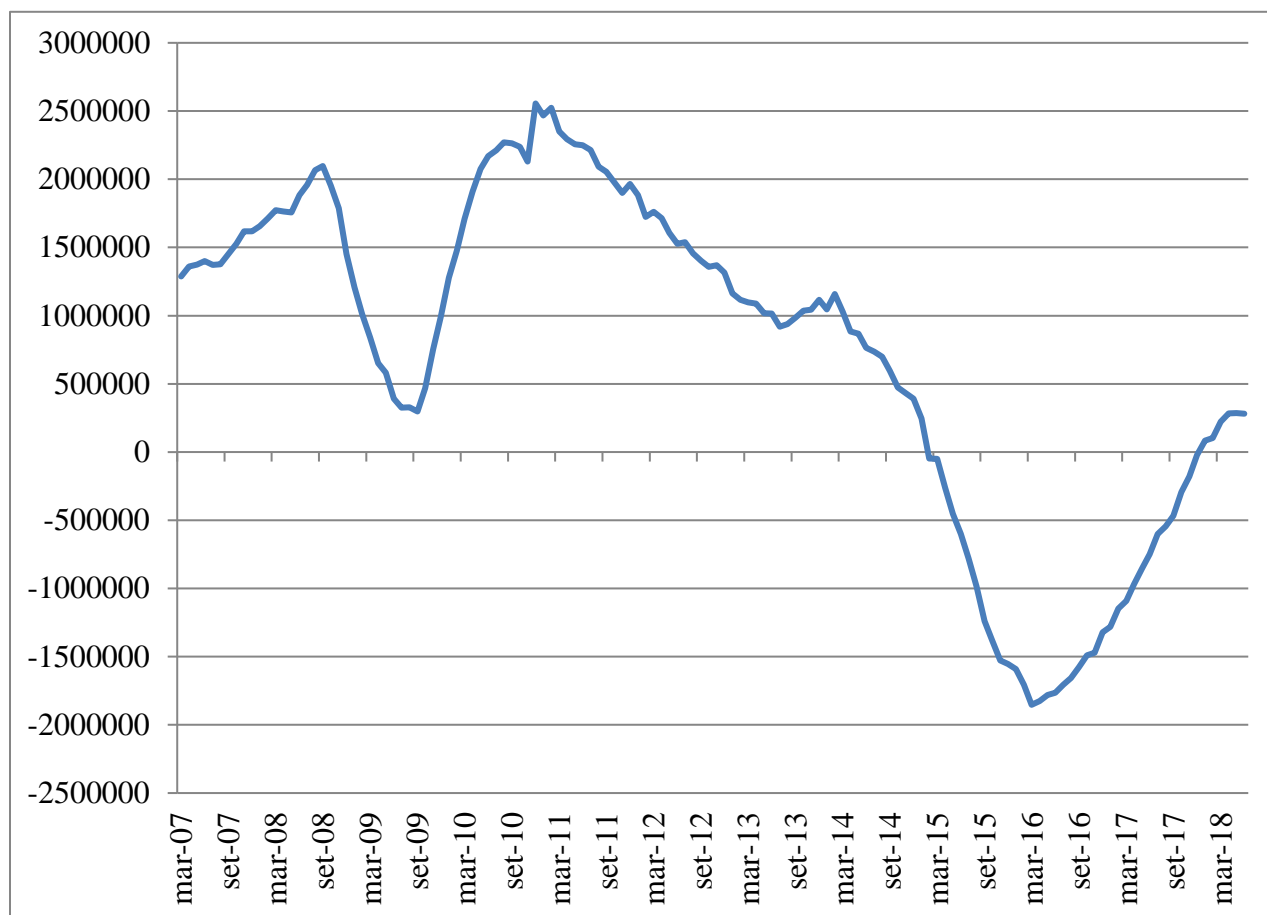
⁶⁶ Infelizmente as séries do BACEN utilizadas no trabalho iniciam-se em março de 2011 impedindo uma amostra que englobasse o período anterior ao ajuste fiscal e monetário na virada de 2010 para 2011.

⁶⁷ A base de dados do BACEN é o Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS), que consiste num conjunto de informações econômico-financeiras referentes à economia brasileira, informações essas devidamente padronizadas, consolidadas e disponíveis na internet

Total – Meses.” iv) *SPREAD*: série mensal 20786 criada pelo BACEN “Spread médio das operações de crédito com recursos livres - Total - p.p.”

A variável principal em questão, que será extensamente abordada neste capítulo, que demonstra clara desaceleração a partir do final de 2010 é o saldo de empregos segundo o CAGED. A análise do mercado de crédito está diretamente correlacionada com a situação no mercado de trabalho e podemos observar no gráfico abaixo que apesar das tentativas de medidas anticíclicas monetárias e estímulos a produção pelo lado da oferta (agenda FIESP, Carvalho, 2018) o emprego basicamente seguiu uma trajetória clara de desaceleração, até entrar no campo negativo com o início do contracionismo mais radical da gestão Joaquim Levy no início do segundo governo Dilma. O ponto aqui a ser abordado é a ligação essencial entre a obtenção de emprego e a demanda por crédito. Nesse sentido, dentro da mecânica do modelo do supermultiplicador, caminharíamos numa lógica de retroalimentação (ou de desestímulo na desaceleração/recessão) entre o crescimento do emprego graças ao aquecimento econômico e a maior procura por crédito, que gera um gasto autônomo que estimula o crescimento do produto/renda.

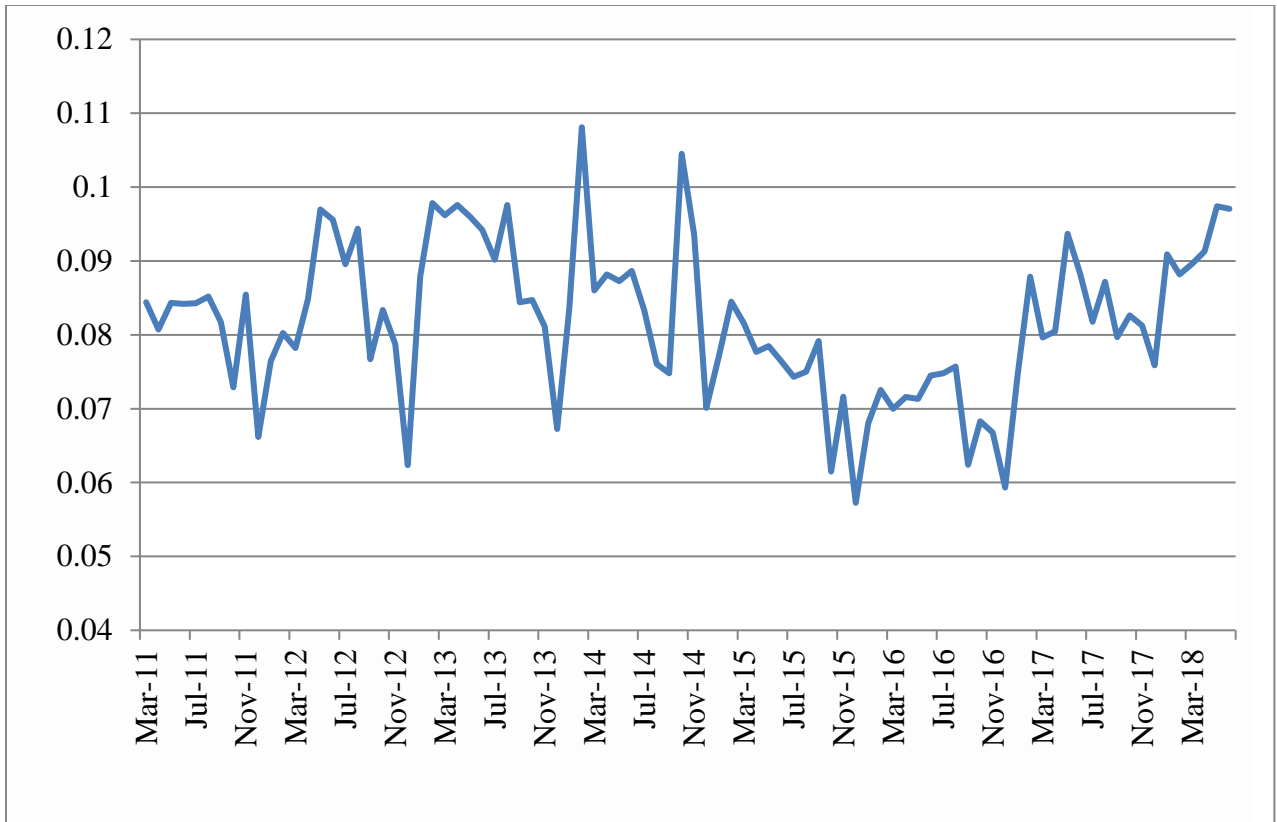
Gráfico 12: Saldo em 12 meses da criação e destruição de empregos formais segundo a série do CAGED.



Fonte: CAGED/MTE

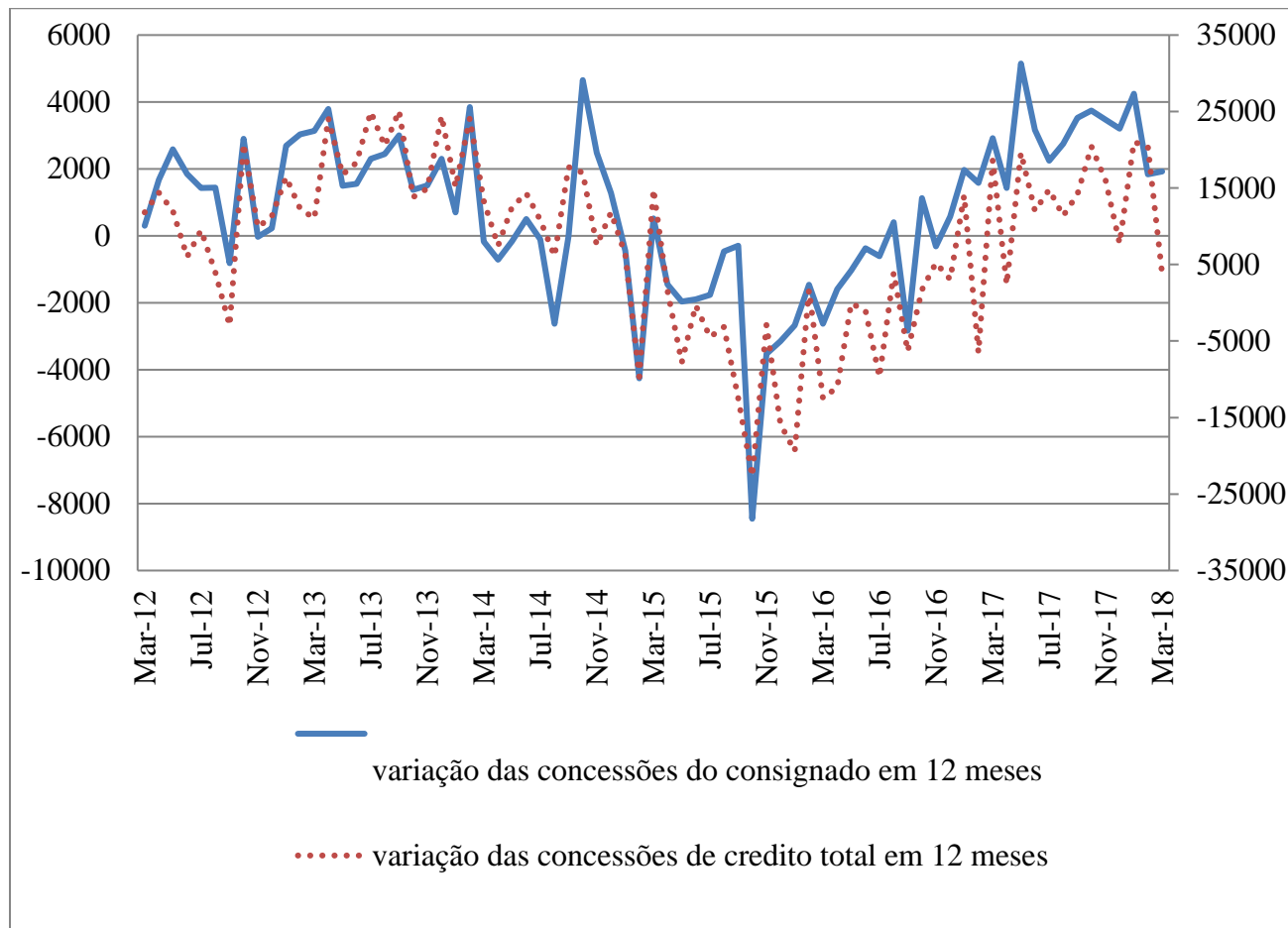
A escolha da variável “CC_12” passou pela escolha de qual série disponível do BACEN seria a mais adequada para ser a variável principal da análise do modelo escolhido. Apesar de sua importância no período analisado, o crédito consignado manteve certa estabilidade como percentual das concessões de recursos livres para pessoa física como um todo, variando entre 6 e 10 por cento. E mais do que isso, apresentou um comportamento bastante semelhante ao agregado na sua variação real em 12 meses.

Gráfico 13: Percentual das concessões de crédito consignado mensais sobre o total de concessões de crédito para pessoa física mensais 2011-2018.



Fonte: BACEN

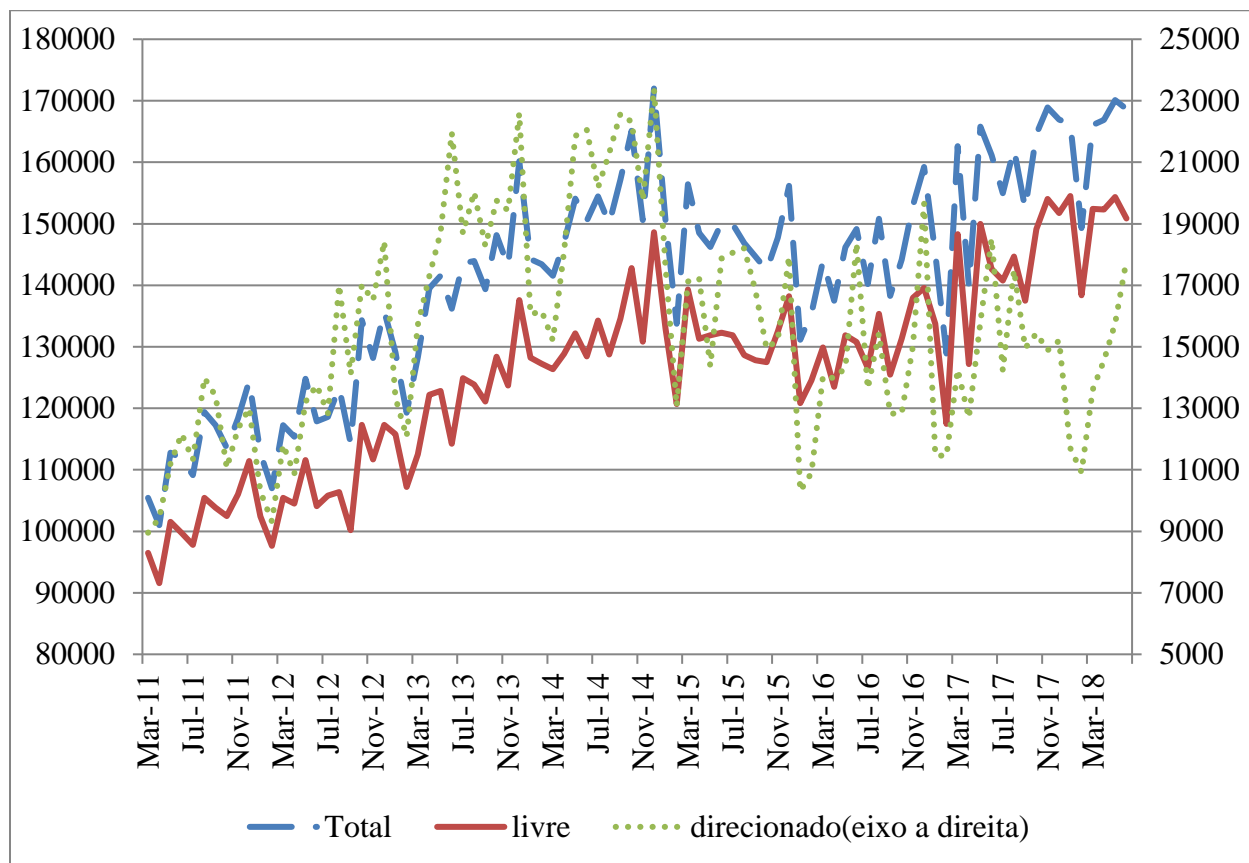
Gráfico 14: Variação das concessões mensais de crédito consignado e crédito total mensal para pessoa física nos últimos 12 meses 2011-2018(em milhões de R\$).



Fonte: BACEN

Outra questão que reforça a escolha da série de Crédito com Recursos Livres vem das próprias características do crédito direcionado como um todo. Este por ser minoritário (variando entre 8 e 16% das concessões totais para pessoa física) em comparação ao crédito com recursos livres, acaba não definindo a tendência do crédito como um todo, que apresenta um comportamento considerável semelhante às concessões de crédito livre. Outra questão é a forte influência de políticas públicas, que também pode ser observado na variável “PRAZO”, no comportamento da concessão de crédito direcionado, que vinha uma trajetória recente até a virada de 2014/15 e decrescente a partir disso.

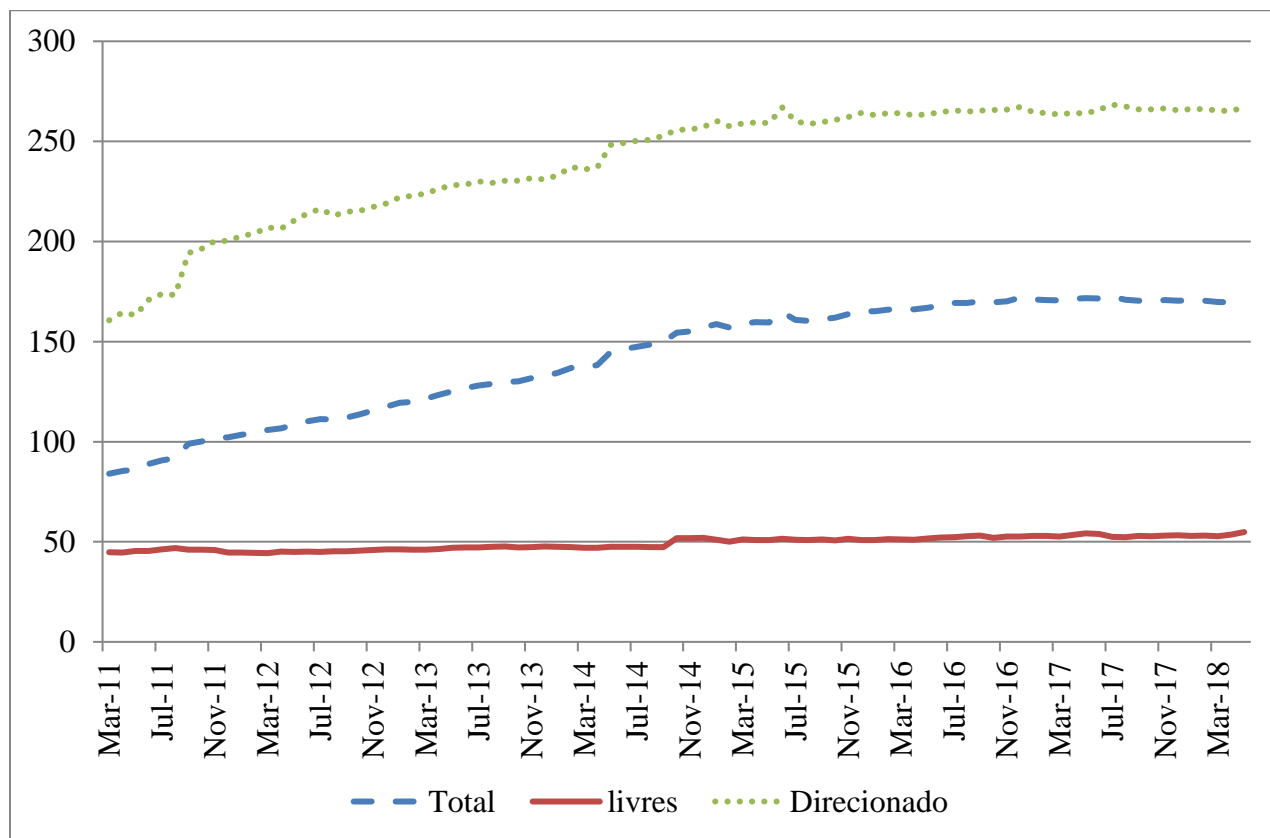
Gráfico 15: Variação mensal da concessão de crédito livre, direcionado e total(em milhões de R\$).



Fonte: BACEN

A escolha da série “prazos médio de concessões de crédito com recursos livres” como a variável “PRAZO” vem de uma tentativa de solucionar um possível “viés” relacionado à amostra analisada. Se acompanharmos as séries do BACEN pode-se perceber um forte crescimento dos prazos desde o início da série em março de 2011 até o fim de 2014, com o prazo médio do total de concessões de crédito para pessoas físicas saindo de 84 meses para 157 meses em dezembro de 2014. Esse crescimento pode em grande parte ser explicado pelo comportamento dos prazos no financiamento imobiliário que no mesmo período saltam de 226 meses para 342 meses, além do aumento do peso do imobiliário no crédito como um todo. Dado que houve uma série de ações exógenas ao comportamento das variáveis de mercado, como políticas públicas de estímulo à habitação (Minha Casa Minha Vida, por exemplo) e por se tratar de um elemento minoritário nas concessões de crédito para a pessoa física, optou-se por utilizar a série “Prazo médio das concessões de crédito com recursos livres” como *Proxy*.

Gráfico 16: Prazo médio das concessões de crédito para pessoas físicas: Total, livres e direcionado (em meses)



Fonte: BACEN

A variável “SPREAD” foi escolhida pela sua importância no custo do crédito como um todo, como fora apresentado no capítulo 2.

Outras variáveis foram testadas como comprometimento da renda (série mensal 20399 – “Comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional exceto crédito habitacional - Com ajuste sazonal - %”); endividamento das famílias (série mensal 20400 – “Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional exceto crédito habitacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses - %”) e

inadimplência (21084 – “Inadimplência da carteira de crédito - pessoas físicas - Total - %”). Porém, ao serem utilizadas não resultaram em resultados econométricos satisfatórios.⁶⁸

Com a indicação de da existência de um vetor de cointegração entre as variáveis podemos então estimar um modelo de vetores autorregressivos com correção de erros (VEC(p)) das variáveis $Y_t = (y_1, y_2, y_3, y_4)'$ onde $Y_1 = CC_12$; $Y_2 = CAGED$; $Y_3 = PRAZO$; e $Y_4 = SPREAD$ da seguinte forma:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \Gamma_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + \Gamma_p \Delta Y_{t-p} + u_t$$

Onde a relação cointegrante é dada pelo vetor de variáveis endógenas ΠY_{t-1} , sendo p o número de defasagens.

As estimativas do setor cointegrante correspondem aos componentes do vetor $(1, -c, -\beta_1, -\beta_2, -\beta_3)$ da relação de longo prazo:

$$Y_{1t} = c + \beta_1 Y_{2t} + \beta_2 Y_{3t} + \beta_3 Y_{4t}$$

3.3. Estimação VEC

Antes de realizar as estimações deve-se testar as variáveis para presença de raiz unitária e definição da ordem de integração. Foram utilizados três testes de raiz unitária: o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), Dickey-Fuller GLS (DF-GLS), e o teste Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS).

A hipótese nula dos testes ADF e DF-GLS é de presença de raiz unitária. Enquanto que a hipótese nula dos teste KPSS é de que a série é estacionária $I(0)$.

⁶⁸ Os resultados obtidos foram não significativos além de analisarem características redundantes do comportamento do crédito, provavelmente ligadas a uma grande correlação entre as mesmas.

3.3.1. Raiz Unitária

Tabela 17 : Teste de Raiz Unitária Dickey-Fuller Aumentado (ADF)

Hipótese Nula: A série possui raiz unitária. Rejeita H0 se $t < \tau$			
Variável	Termos	Estatística t	Prob.*
CC_12	Constante	-1.26152	0.6429
CC_12	constante e Tendência	-1.42473	0.5653
CAGED	Constante	-1.73274	0.4105
CAGED	constante e Tendência	-1.52334	0.812
PRAZO	Constante	-1.58542	0.4848
PRAZO	constante e Tendência	-3.18699	0.0952
SPREAD	Constante	-0.56413	0.8712
SPREAD	constante e Tendência	-1.49869	0.8212

A escolha do número de defasagens foi feita automaticamente com base no critério de informação de Schwartz.

Fonte: elaboração própria

Tabela 18: Teste de Raiz Unitária Dickey-Fuller-GLS (DF-GLS)

Hipótese Nula: A série possui raiz unitária. Rejeita H0 se $t < \tau$			
Variável	Termos	Estatística	Valores críticos: 10%
CC_12	Constante	-1.39699	-1.613719
CC_12	Constante e Tendência	-1.15451	-2.83
CAGED	Constante	-1.39699	-1.613719
CAGED	Constante e Tendência	-2.04331	-2.833
PRAZO	Constante	-0.14369	-1.613838
PRAZO	Constante e Tendência	-3.14761	-2.824
SPREAD	Constante	-0.44344	-1.613838
SPREAD	Constante e Tendência	-1.00341	-2.824

A escolha do número de defasagens foi feita automaticamente com base no critério de informação de Schwartz.

Fonte: elaboração própria

Tabela 19: Teste de Raiz Unitária Kwiatkowski-Phillips-Schmidt Shin (KPSS)

Hipótese Nula: A série é estacionária. Rejeita H0 se $n > \eta$

Variável	Termos	Estatística	Valores críticos: 10%
CC_12	Constante	0.202246	0.347
CC_12	Constante e Intercepto	0.165137	0.119
CAGED	Constante	0.831741	0.347
CAGED	Constante e Intercepto	0.178519	0.119
PRAZO	Constante	1.096422	0.347
PRAZO	Constante e Intercepto	0.154498	0.119
SPREAD	Constante	0.908862	0.347
SPREAD	Constante e Intercepto	0.136084	0.119

Fonte: elaboração própria

Os testes de ADF e DF-GLS não rejeitam a hipótese nula de que as séries possuem raiz unitária. Os resultados dos testes KPSS, exceto um, rejeitam a hipótese nula de estacionariedade.

3.3.2. Cointegração

Dada a evidência apresentada na seção 3.3.1 que as séries *CC_12*, *SPREAD*, *PRAZO* e *CAGED* possuem raiz unitária é possível verificar se existe uma relação de cointegração entre elas. Isto é, as variáveis são não-estacionárias e portanto possuem uma tendência estocástica. Se essa tendência estocástica for comum entre elas é possível que existam combinações lineares dessas variáveis que sejam $I(0)$. Neste caso diz-se que as variáveis são cointegradas e que existe uma relação de equilíbrio de longo prazo entre elas. (Lutkepohl, 2005) Os testes empregados foram os testes de cointegração do traço e do máximo autovalor de Johansen. Sendo r o número de vetores de cointegração:

Traço

$$H_0: r = r^*$$

$$H_1: r > r^*$$

Máximo Autovalor

$$H_0: r = r^*$$

$$H_1: r = r^* + 1$$

Tabela 20: Teste do Traço

Nº de Vetores de Cointegração	Autovalor	Estatística do Traço	Valor Crítico (0,05)	P-Valor**
$r=0^*$	0.54871	83.90547	47.85613	0
$r \leq 1$	0.23169	27.41423	29.79707	0.0919
$r \leq 2$	0.08105	8.701415	15.49471	0.3937
$r \leq 3$	0.03732	2.700082	3.841466	0.1003

* denota rejeição à hipótese nula a 5%

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-valores

Tabela 21: Teste do Máximo Autovalor

Nº de Vetores de Cointegração	Autovalor	Estatística Máximo Autovalor	Valor Crítico (0,05)	P-Valor**
$r = 0^*$	0.548713	56.49124	27.58434	0
$r = 1$	0.231689	18.71281	21.13162	0.1055
$r = 2$	0.081052	6.001332	14.2646	0.613
$r = 3$	0.037315	2.700082	3.841466	0.1003

* denota rejeição à hipótese nula a 5%

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-valores

3.3.3. Resultados da estimação VEC

O resultado do teste aponta a presença de 1 vetor de cointegração entre as variáveis *CC_12*, *SPREAD*, *PRAZO* e *CAGED*. Com a indicação da existência de um vetor de cointegração entre as variáveis podemos estimar um modelo de vetores autorregressivos com correção de erros (VEC).

O VEC foi estimado com 1 defasagem e os resíduos não apresentam autocorrelação serial (os testes de autocorrelação podem ser visto no Anexo)

As estimativas do setor cointegrante correspondem aos componentes do vetor $(1, -c, -\beta_1, -\beta_2, -\beta_3)$ da relação de longo prazo:

$$Y_{1t} = c + \beta_1 Y_{2t} + \beta_2 Y_{3t} + \beta_3 Y_{4t}$$

Tabela 22: Vetor de cointegração. CAGED, PRAZO, SPREAD e PRAZOS

Vetor de cointegração				
CC_12(-1)	CAGED(-1)	PRAZO(-1)	SPREAD(-1)	C
1	-0.004317	-1870.978	824.6138	61030.09
	-0.00126	-350.471	-205.743	
	[-3.43106]	[-5.33846]	[4.00797]	

Erros padrão em () & estatísticas t in []

A equação do vetor cointegrante apresenta coeficientes para CAGED, PRAZOS e SPREAD significativos e com sinais de acordo com as hipóteses levantadas neste trabalho. Ou seja, CAGED e PRAZOS possuem relação positiva com a demanda por crédito enquanto SPREAD possui relação negativa.

Abaixo segue a decomposição da variância das concessões de crédito que foi feita nessa ordem a partir da decomposição de Cholesky:

Gráfico 23: Decomposição da variância de CC_12:

Período	S.E.	CC_12	CAGED	SPREAD	PRAZO
1	6237.405	100	0	0	0
2	7227.28	76.92371	22.05416	0.708605	0.314
3	8168.019	79.19246	18.39201	1.351179	1.064
4	8871.415	77.9994	19.24478	1.689671	1.066
5	9457.088	76.76088	19.86967	2.051656	1.318
6	10033.65	76.59911	19.61496	2.328282	1.458
7	10545.62	76.03652	19.81096	2.572636	1.58
8	11026.69	75.68948	19.80716	2.794318	1.709
9	11479.94	75.39839	19.79437	2.990585	1.817
10	11906.71	75.11737	19.79176	3.170913	1.92
11	12313.39	74.88624	19.76183	3.336064	2.016
12	12701.62	74.67443	19.7325	3.488351	2.105

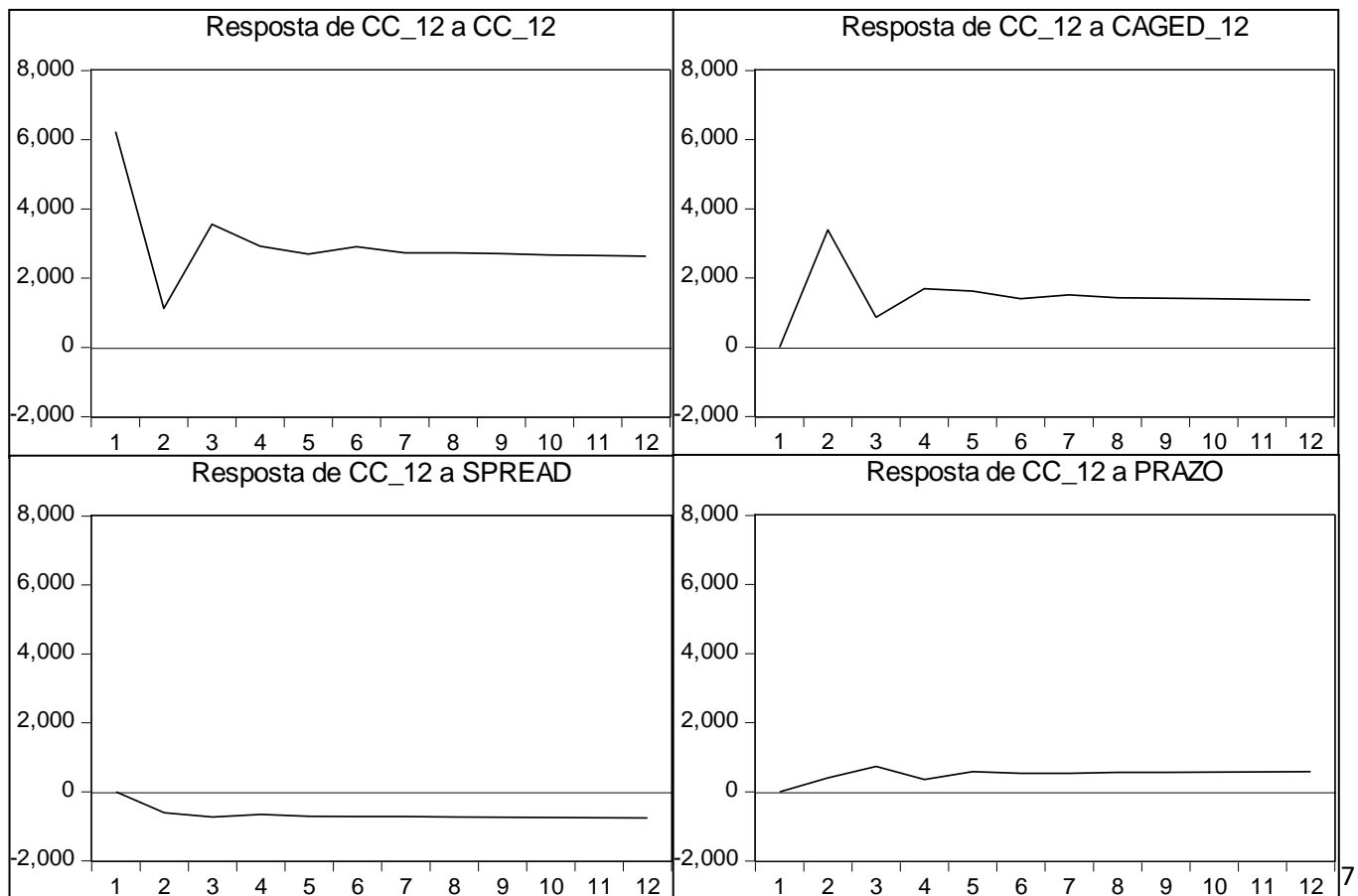
No décimo segundo período o poder explicativo da criação de emprego no crédito chega a quase 20% da variação de CC_{12} , sendo significativamente mais relevante que o spread, utilizado como *Proxy* do custo do crédito e os prazos do crédito.

A relação positiva entre a concessão de crédito e prazos é coerente e está em consonância com Oliveira, Luporini & Modenesi (2018) e grande parte da literatura sobre o tema.

A relação negativa entre concessão de crédito e spread bancário é coerente e possui lógica pois compõe grande parte do custo do crédito para consumidor especialmente no Brasil como foi mencionando no capítulo anterior.

De acordo com as funções impulso-respostas estimadas, os resultados confirmam as hipóteses levantadas inicialmente. Analisou-se a resposta acumulada dos CC_{12} em 12 períodos para choques exógenos nas seguintes variáveis: o próprio CC_{12} , PRAZOS, SPREAD e CAGED. As estimativas seguem no Gráfico 8 apresentado abaixo:

Tabela 24: Função impulso-resposta:



3.4. Significados macroeconômicos do resultados da estimação

O respectivo decréscimo e crescimento das concessões graças a aumentos do spread e dos prazos é condizente com a lógica do mercado de crédito e estão em linha com os resultados da literatura publicada a acerca do tema, como Oliveira, Modenesi & Luporini (2018). Porém, demonstraram ser menos relevante que a variável fora do mercado de crédito, no caso, o comportamento da geração de emprego. O efeito da variável CAGED permaneceu significativo na concessão de crédito em todas as tentativas e modelos.

O considerável acréscimo das concessões em resposta uma elevação da criação de empregos está em consonância com a idéia levantada nessa dissertação de que a lógica de funcionamento do mercado de crédito não é autosuficiente. Uma série de variáveis essenciais como a renda disponível das famílias e desemprego são decisivas para entender o seu comportamento, mesmo sendo “extracrediticias”. A discussão principal a ser abordada é que a resolução do alto custo do crédito para consumo no Brasil não se trata do único impedimento atual a um crescimento mais expressivo e sustentável do crédito. Nesse sentido, a questão do emprego, especialmente o formal, considerando a estrutura de crédito brasileira é essencial para uma retomada da economia via crédito após a recessão vivida em 2015/2016.

A retroalimentação entre o consumo induzido via salário e consumo autônomo via crédito foi essencial para a prosperidade dos anos 2000 e sua desaceleração ao longo dessa década causou graves problemas sociais no Brasil recente. A superação da questão do comprometimento da renda das famílias com dívidas, como foi apresentado no capítulo 2, e o aumento da procura por crédito novo passa diretamente por um aumento da renda disponível via emprego. E por esse lado é essencial que tenhamos o fim desse período de inviabilização e crescente ausência do Estado como gerador de demanda efetiva.

Conclusão

No decorrer desse trabalho pretendeu-se analisar a questão creditícia no Brasil da forma mais dedutiva possível, partindo sempre da premissa básica da relação de duas vias do mercado de crédito com a economia como um todo que na prática funcionam de forma integrada, sem separações.

Seguindo essa lógica apresentou-se primeiro o todo: a maneira que o crédito foi importante para a ‘mini era de ouro’ brasileira desse século, depois o comportamento do crédito durante a aceleração, estagnação e depressão que vivemos, inicialmente sob a perspectiva sraffiana que norteia esse trabalho e depois sobre outras metodologias presentes no debate brasileiro.

No segundo capítulo as duas principais hipóteses presentes nessa dissertação são apresentadas: a piora do crescimento a partir de 2011 foi causada pela desaceleração dos outros gastos autônomos, como gasto público, que agravou a situação de comprometimento de renda das famílias, somada a um alto custo de amortização da dívida presente na estrutura do crédito brasileiro para consumo. Além disso, a própria desaceleração no gasto autônomo liderado pelo crédito para o consumidor, graças a esse maior comprometimento de renda, inviabilizou qualquer tentativa de retomada até 2014.

As perspectivas que temos pela frente para o crédito brasileiro são tratadas no terceiro capítulo. Os resultados econométricos do modelo VEC realizado embasam a hipótese de que o comportamento das concessões de crédito está intrinsecamente ligado às variáveis como emprego e renda, mais do que às condicionantes de oferta.

Para discutirmos a função social do crédito para consumidor como forma de dinamização do consumo e, conseqüentemente, de estímulo ao crescimento econômico é preciso uma retomada da busca pelo pleno emprego e da reconstrução do (cada vez mais) incipiente Estado de Bem Estar Brasileiro, garantido na constituição de 1988, com a presença de políticas públicas geradoras de emprego e renda. Nesse sentido, a reforma trabalhista deverá ter um efeito decisivo e provavelmente negativo. A estrutura de creditícia brasileira é profundamente conectada em questões ligadas ao emprego, seja o emprego público, seja o emprego formal privado. A partir do

aumento da participação do trabalho terceirizado e autônomo, podem-se imaginar profundas alterações, provavelmente perversas no sentido distributivo e de crescimento do crédito popular pela frente.

Pelo lado da oferta de crédito é preciso uma alteração direta no custo do crédito para as famílias, que possam minimizar o peso inaceitável da amortização das dívidas presente no país, e pouco condizente com a solidez da nossa estrutura bancária.

Dessa forma, e provavelmente apenas dessa maneira, o crescimento do crédito poderia ser novamente um *drive* importante para a melhora dos indicadores econômicos, sociais e o combate à pobreza no Brasil da próxima década.

Bibliografia

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN), (1999). Juros e Spread Bancário no Brasil.
_____ (2018) Relatório de Estabilidade Financeira (REF)
ver em <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/16446>
- BARBA A., & PIVETTI.M. (2009), “Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications—a Long-Period Analysis”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33 n. 1, pp. 113–137. Disponível em: <http://doi.org/10.1093/cje/ben030>.
- BASTOS C. (2011). “Análise e perspectivas da taxa de juros no Brasil” in: CARNEIRO, R. D. M., & MATIJASCIC, M. (org), *Desafios do desenvolvimento brasileiro*, pp. 137-148.
- BASTOS, C., & AIDAR,G. (2018). “O Brasil bateu no piso?” *Brazilian Keynesian Review*, 3(2), 130-149.
- BASTOS C. & LARA F. “2015: novo 2003?”. In BELLUZO, L.G M. & BASTOS, P.P.Z. *Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff*. São Paulo, Friedrich Ebert Stiftung.
- BASTOS, C.; LARA, F.; RODRIGUES, R. (2015). “As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: dez anos de governo do Partido dos Trabalhadores”. *Ensaio FEE* (impresso), v.36, p.675-706.
- BELAISCH, M. (2003). “Do Brazilian banks compete?” (No. 3-113). International Monetary Fund.
- BIELSCHOWSKY, R. (2014) “Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual”. In: CALIXTRE, A.; BIANCARELLI, A.; CINTRA, M. A. (Orgs.). *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*. 1.ed. Brasília: Ipea.

BOGADO, P. (2011), “Canal do Crédito para o Brasil: Uma Avaliação Empírica”. Dissertação de Mestrado, FGV, Rio de Janeiro.

BRASIL (2003), “Política econômicas e reformas estruturais”, Ministério da Fazenda.

CAGNIN, R. F. et al.(2013), “A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012)”. *Novos Estudos*, Cebrap, São Paulo, n.97, p.169-85, nov.

CARNEIRO, R. , (2017) “Navegando a contravento: uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do governo Dilma Rousseff”. Texto para Discussão, IE/Unicamp, 289, mar. 2017.

CARVALHO, L. (2018). “Valsa brasileira: Do boom ao caos econômico”. Editora Todavia SA.

CARVALHO, L. , & RUGITSKY, F. (2015). “Growth and distribution in Brazil in the 21st century: revisiting the wage-led versus profit-led debate”. Departamento de Economia da FEA-USP, São Paulo, Working Paper series, (2015-25).

CESARATTO, S., SERRANO, F. & STIRATI, A. (2003). “Technical Change, Effective Demand and Employment”, *Review of Political Economy*, 15:1, 33-52, DOI: 10.1080/09538250308444

COELHO, C., DE MELLO,J. & FUNCHAL, B. (2012). “The Brazilian payroll lending experiment”. *Review of economics and statistics*, 94(4), 925-934.

COELHO, C. et al. (2010). “Identifying the Bank Lending Channel in Brazil through Data Frequency [with Comment]”. *Economía*, 10(2), 47-79.

COSTA, A. , & DE MELLO, J. (2008). “Judicial risk and credit market performance: micro evidence from Brazilian payroll loans”. In *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets* University of Chicago Press, (p. 155-184).

CYNAMON, B., & FAZZARI, S. (2008). “Household debt in the consumer age: source of growth--risk of collapse”. *Capitalism and Society*, 3(2).

DE MATOS, O. (2002). “Desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico no Brasil: evidências de causalidade” (No. 49).

DE MELLO, L & PISU, M. (2009) “The Bank Lending Channel of Monetary Transmission in Brazil: A VECM Approach”. *OECD Economics Department Working Papers*, nº 711, OECD, 2009.

DIEESE, 2014, “A evolução do crédito na economia brasileira 2008-2013”. Nota técnica, nº 135, maio.

DÓRIA, R. (2013) “Evolução do padrão de consumo das famílias brasileiras no período 2003-2009 e relações com a distribuição de renda”, Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia

DOS SANTOS, C. 2013. “Notas sobre as dinâmicas relacionadas do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012.” In CORRÊA, V. (org.) *Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro*. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo.

DUTT, A. (2011) “Power, uncertainty and income distribution towards a theory of crisis”, Paris 13.

EATWELL, J & MILGATE, M. “Keynes’ economics and the theory of value and distribution”. London: Duckworth.

FAGUNDES, L. (2017), “Dinâmica do consumo, do investimento e o supermultiplicador: uma contribuição à teoria do crescimento liderado pela demanda”, Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia.

FECOMÉRCIO, 2015 “Proporção de famílias paulistanas endividadas alcança 55,1% em maio e atinge o maior valor desde julho de 2013” em <http://www.fecomercio.com.br/public/noticia/proporcao-de-familias-paulistanas-endividadas-alcanca-55-1-em-maio-e-atinge-o-maior-valor-desde-julho-de-2013>

_____, (2018) “Proporção de famílias paulistanas endividadas cai pelo 3º mês seguido em junho, mas inadimplência segue estável” em <http://www.fecomercio.com.br/noticia/proporcao-de-familias-paulistanas-endividadas-cai-pelo-3o-mes-seguido-em-junho-mas-inadimplencia-segue-estavel>

FREITAS, A. (2006) "Uma interação heterodoxa sobre as relações entre taxa de câmbio e inflação no Brasil - 1999 - 2006" Universidade Federal do Rio de Janeiro, Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia.

FREITAS F., & SERRANO, F. (2015), “Growth Rate and Level Effects, the Stability of the Adjustment of Capacity to Demand and the Sraffian Supermultiplier”, *Review of Political Economy*, vol. 27 n. 3, pp. 258–281.
Disponível em: <http://doi.org/10.1080/09538259.2015.1067360>.

FURTADO, C. Subdesenvolvimento e estagnação da América Latina. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1966.

GIRARDI, D., & PARIBONI, R. (2015). Autonomous demand and economic growth: some empirical evidence. Centro Sraffa Working Papers, 13.

ITAU ASSET MANAGEMENT, 2018, “Economia Brasileira: notas breves sobre as décadas de 1960 a 2020”.

JOHANSEN, S. Analysis of Cointegration Vectors. *Statistical Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, pp. 2-3, 1988.

KALECKI, M. Crescimento e Ciclos das Economias Capitalistas. Editora Hucitec. São Paulo, 1977.

KALECKI, M. “Teoria da Dinâmica Capitalista: ensaios sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista.” Série os Economistas. Editora Abril Cultural. São Paulo, 1983.

LARA, F., (2012) “Desaceleração da demanda doméstica”. *Carta de Conjuntura FEE*, ano 21, nº 07. Julho.

LARA, F., (2015) “As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-2014)” in *Indicadores Economicos FEE*, Porto Alegre, v. 43, n. 2, p. 23-40.

LAVOIE, M. (2011), “History and methods of post-Keynesian economics” in HEIN, E & E. STOCKHAMMER (org.), *A Modern Guide to keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA; Edward Elgar, pp. 1-33.

LISBOA, M. (2002). A agenda perdida: diagnósticos e propostas para a retomada do crescimento com maior justiça social. Rio de Janeiro.

LOPES, I. (2017) “Determinantes da Concessão de crédito livre para pessoas físicas no Brasil”, Dissertação de mestrado em finanças e economia empresarial – FGV, Rio de Janeiro

LUCAS, R. (1976) “Econometric policy evaluation: a critique”.

LUTKEPOHL, H. (2005). New introduction to multiple time series analysis. Cambridge University. Press.

MANDARINO (2018), G. “Households' debt financed Consumption a supermultiplier SFC mode”, 1st INTERNATIONAL WORKSHOP ON “DEMAND-LED GROWTH, CONFLICT INFLATION AND MACROECONOMIC POLICY”, Rio de Janeiro.

MARTINS, N. & FERRAZ, C. (2011) “a expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade” *CADERNOS DO DESENVOLVIMENTO*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 269-289.

MATOS, P. (2017). On the Latin American credit drivers. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(2), 306-320.

MATOS, P., & CORREIA, J. (2017). “What Drives Inequality of Brazilian Cross-State Household Credit?”. *Revista Brasileira de Economia*, 71(3), 347-359.

MEDEIROS, C. A. (2015) “Inserção Externa, Crescimento e Padrões de Consumo na Economia Brasileira, IPEA

MELLO, G. & ROSSI, P. (2018). “Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma” in: CARNEIRO, R., BALTAR, P. & SARTI, F. (orgs.) *Para além da política econômica*, UNESP.

MCCOLLOCH, W. (2017) “Profit-Led Growth, Social Democracy and the Left An Accumulation of Discontent” *Review of Radical Political Economics*, SAGE, p.1-8

MISSIO, F., JAYME JR., F. & OLIVEIRA, A. (2015) “Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico: Teoria e Evidência Empírica para as Unidades Federativas do Brasil (1995-2004)”, *Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 33, n. 63, p. 191-227.

MORA, M. (2015), “A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010”. Brasília: Ipea, Texto para discussão, n. 2022.

MOURA, A., 2011. “Quem tem medo das medidas macroprudenciais?” Estado de São Paulo, 15/06/2011 disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,quem-tem-medo-das-medidas-macroprudenciais-imp-,732388>

NERI, M., (2017), “Alta da desigualdade e da pobreza, superação da crise e políticas de renda” Versão Preliminar, FGV, Rio de Janeiro.

OLIVEIRA, H., V. LUPORINI & A. MODENESI (2018), “Oferta e Demanda por Crédito Bancário: uma análise empírica do caso brasileiro”, SEP.

ORAIR, R. (2016). “Investimento Público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal”. Texto para discussão IPEA, n° 2215.

ORAIR, R., SIQUEIRA, F & GOBETTI, S. (2016) “Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público”, XXI Prêmio Tesouro Nacional 2016.

PAIM, B. (2013) “Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas” *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 41, n. 2, p. 25-40.

PAIM, B. (2014) “Perfil da dívida das famílias”. in: FEE, Carta de Conjuntura - Ano 23 n° 9, p.2.

PAIM, B. (2015) “Perfil da dívida das famílias e o Sistema Financeiro Nacional” *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 42, n. 4, p. 9-24.

PARIBONI, R. (2016), “Household consumer debt, endogenous money and growth: A supermultiplier-based analysis”, *PSL Quarterly Review*, vol. 69 n. 278 (September 2016), pp. 211-233.

PAULA, L. F., MODENESI, A. D. M., & PIRES, M. C. C. (2015). “The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: A case of (Keynesian) policy coordination?” *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(3), 408-435.

REZENDE (2015)) “Why Does Brazil’s Banking Sector Need Public Banks? What Should BNDES Do?”, Working Paper N° 825, Levy Economics Institute of Bard College.

REZENDE, F. (2016), “Fragilidade financeira, instabilidade e a crise brasileira: uma abordagem Keynes-Minsky-Godley”, Texto para discussão n° 1, MINDS.

SADER, E. (org.) (2013), “Dez Anos de Governos Pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma”, Boitempo editorial, FLACSO Brasil.

SCHETTINI, B.P. et. al (2012), "Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo agregado das famílias brasileiras no período 1995-2009". *Revista Economia e Sociedade*, v. 21, p. 607-641.

SERRANO F. (1995), “Long Period Effective Demand and the Sraffian Supermultiplier”, *Contributions to Political Economy*, vol. 14 n. 1, pp. 67–90.

SERRANO, F. & MELIN, L. (2016), “Aspectos Políticos do Desemprego: A Guinada Neoliberal do Brasil”, *Critica Marxista*, Fondazione Luigi Longo, traduzido por CARVALHO, M. H.

SERRANO, F., & SUMMA, R. (2012). “Macroeconomic policy, growth and income distribution in the Brazilian Economy in the 2000s”. *Investigación Económica*, v. 71, n. 282, p. 55-92.

_____ (2015). “Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014”. Center for Economic and Policy Research.

_____ (2018) “Conflito distributivo e o fim da breve ‘era de ouro da economia brasileira’”, *Novos Estudos*, CEBRAP, São Paulo, v. 37, n° 2, agosto, p.175-179

SICSÚ, J. (2017). “Governos Lula: a era do consumo?”, Texto para discussão 021, IE-UFRJ.

SIMÕES, A. (2014). “Instituições e desenvolvimento econômico: os contrastes entre as visões da Nova Economia Institucional e dos Neo-Institucionalistas”. *Ensaio FEE*, 35(1).

SINGER, A. “Cutucando onças com vara curta: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2010-2014)”. *Novos Estudos*, Cebrap, n.102, jul. 2015, p.43-71.

TORRES FILHO, E.(2006), “Crédito Direcionado e Direcionamento do Crédito: Situação Atual e Perspectivas” *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, P. 35-50.

TORRES FILHO, E., & da COSTA, F. (2013). “Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação”, Texto para Discussão 1843, IPEA.

WORLD BANK, (2006) “Brazil: Interest Rates and Intermediation Spreads”. [S.l.]: World Bank. (Economic Sector Work Report, n. 36628-BR).

Anexo

Testes de cointegração – todas as especificações

Intervalo de lags: 1 a 2

Seleção com valor crítico a 5% - N° de relações cointegrando no modelo

Tendência	nenhuma	nenhuma	Linear	Linear	Quadrática
Tendência	Sem intercepto	intercepto	intercepto	intercepto	intercepto
	Sem tendência	Sem tendência	Sem tendência	tendência	tendência
Estatística do Traço	1	1	1	0	1
Estatística do Máximo valor	1	0	0	0	0

Intervalo de lags: 1 a 1

Seleção com valor crítico a 5% - N° de relações cointegrando no modelo

Tendência	nenhuma	nenhuma	Linear	Linear	Quadrática
Tendência	Sem intercepto	intercepto	intercepto	intercepto	intercepto
	Sem tendência	Sem tendência	Sem tendência	tendência	tendência
Estatística do Traço	1	1	1	1	1
Estatística do Máximo valor	1	1	1	1	1

*valores críticos baseados em MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Testes de autocorrelação

Testes LM de correlação serial residual

Hipótese Nula: ausência de correlação serial com lag ordem H

Amostra:2012M03-2018M03

Lags	Estatística LM	Prob
1	14.98742	0.5256
2	11.5163	0.7766
3	19.52111	0.2426
4	19.26491	0.2552
5	14.59469	0.5545
6	15.29774	0.5029
7	10.95172	0.8125
8	11.18122	0.7982
9	11.54492	0.7747
10	16.24692	0.4359
11	13.5017	0.6358
12	31.33834	0.0122

Probabilidade de qui quadrado com 16 dif.

Testes de Autocorrelação residual Portmanteau

Hipótese Nula: Sem autocorrelação residual até lag h

Amostra:2012M03-
2018M03

Lags	Estatística Q	Prob.	Ajuste Estatística Q	Prob.	dif.
1	5.248676	NA*	5.32366	NA*	NA*
2	14.77902	0.9807	15.1303	0.977	28
3	33.31152	0.88	34.4804	0.8476	44
4	52.02126	0.7586	54.3071	0.6829	60
5	66.1953	0.7816	69.5549	0.6857	76
6	81.02302	0.7865	85.7514	0.6635	92
7	91.39482	0.8744	97.2576	0.7614	108
8	101.6515	0.9294	108.817	0.8324	124
9	112.2912	0.959	121.001	0.8751	140
10	126.8944	0.9577	137.998	0.8469	156
11	138.6512	0.9708	151.91	0.8626	172
12	161.4395	0.92	179.333	0.6626	188

* O teste é valido apenas para lags maiores que a ordem de lag do VAR
dif. É graus de liberdade para (aproximidade) distribuição qui-quadrado