

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

LEONARDO MACHADO DA SILVA

**O IMPACTO DA EXPANSÃO DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO ENTRE 2003 E 2015**

PORTO ALEGRE

2019

LEONARDO MACHADO DA SILVA

**O IMPACTO DA EXPANSÃO DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO ENTRE 2003 E 2015**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

PORTO ALEGRE

2019

LEONARDO MACHADO DA SILVA

**O IMPACTO DA EXPANSÃO DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO ENTRE 2003 E 2015**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2019.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima - Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Róber Iturriet Avila

Prof^a. Dra. Fernanda Ultremare

AGRADECIMENTOS

A obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas é uma conquista que não cabe somente a mim, pois eu não estaria aqui se não fosse por algumas pessoas muito importantes na minha vida.

Primeiramente, agradeço a minha companheira Juliane Miranda, pois sem os seus conselhos eu sequer teria ingressado em um curso superior. Pelo apoio incondicional e por sempre acreditar na minha capacidade, muito obrigado!

Agradeço também a todos os meus familiares, pelo incentivo em seguir o caminho do conhecimento e por darem condições para o sucesso dessa jornada. Ainda, aos meus amigos de longa data e colegas de trabalho, desejo meus sinceros agradecimentos, por tornarem este caminho mais leve e agradável.

Agradeço também aos professores da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, responsáveis pela minha formação como economista. Ao prof. Dr. Antônio Lima agradeço pela orientação na construção deste trabalho, assim como os professores que compuseram a minha banca avaliadora.

Muito obrigado a todos!

RESUMO

O principal objetivo deste trabalho é averiguar, a partir da função do crédito no financiamento da economia e das especificidades do Sistema Financeiro Nacional (SFN), se a expansão do saldo de operações de crédito no Brasil, observada entre os anos de 2003 e 2015, pode ter impactado positiva ou negativamente na variação do produto interno bruto (PIB) dentro desse mesmo período. Em primeiro lugar, se faz uma revisão da literatura econômica que aborda a relação do desenvolvimento financeiro com o crescimento do produto, sob um viés teórico principalmente pós-keynesiano. Em seguida, é feita uma análise da estrutura do SFN e do formato de atuação do segmento de crédito dentro dessa dinâmica, além de uma avaliação descritiva e empírica sobre a evolução do crédito no Brasil. Por fim, é aplicada uma modelagem econométrica para avaliar o impacto da evolução do crédito no PIB brasileiro dentro desse período, a fim de entender se a inferência proposta se mostra estatisticamente significativa. Ao final da pesquisa, foi possível constatar que o crédito teve um grau de influência positivo na variação do PIB entre 2003 e 2015.

Palavras-chave: Brasil. Crédito. Crescimento econômico. Produto Interno Bruto. Sistema Financeiro Nacional.

ABSTRACT

The main objective of this paper is to investigate, from the credit function in the financing of the economy and the specificities of the National Financial System (SFN), if the expansion of the balance of credit operations in Brazil, observed between the years 2003 and 2015, may have had a positive or negative impact on the variation of the gross domestic product (GDP) within the same period. In the first place, a review of the economic literature is presented, which deals with the relationship between financial development and product growth, under a theoretical bias mainly post-Keynesian. Next, an analysis of the structure of the SFN and the performance of the credit segment within this dynamics is made, as well as a descriptive and empirical evaluation of the evolution of credit in Brazil. Finally, an econometric modeling is applied to evaluate the impact of credit evolution on the Brazilian GDP within this period, in order to understand if the proposed inference is statistically significant. At the end of the research, it was possible to verify that the credit had a degree of positive influence in the variation of the GDP between 2003 and 2015.

Keywords: Brazil. Credit. Economic growth. Gross Domestic Product. National Financial System.

LISTA DE ABREVIações E SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

BB – Banco do Brasil

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

CEF – Caixa Econômica Federal

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Conselho de Política Monetária

FMI – Fundo Monetário Internacional

PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo

PF – Pessoa(s) Física(s)

PM – Plano de Metas

PIB – Produto Interno Bruto

PJ – Pessoa(s) Jurídica(s)

PND – Plano Nacional de Desenvolvimento

SFH – Sistema Financeiro de Habitação

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMOC – Superintendência da Moeda e Crédito

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquema do circuito <i>finance-funding</i>	19
Figura 2 – Canais de transmissão de política monetária	21
Figura 3 – Fluxos de capitais do sistema financeiro	36
Figura 4 – Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.....	38

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Trajetória do crédito no governo FHC, em percentual do PIB (1995-2002).....	44
Gráfico 2 – Percentual do crédito consignado em comparação com o total do crédito com recursos livres para pessoas físicas (2004 a 2010)	47
Gráfico 3 – Crédito para veículos em percentual do PIB e vendas de veículos em milhões de unidades (2002 a 2010)	48
Gráfico 4 – Indicadores selecionados com relação ao PIB (2002-2008)	52
Gráfico 5 – Indicadores monetários selecionados (2002-2008).....	52
Gráfico 6 – Indicadores socioeconômicos selecionados (2002-2008)	53
Gráfico 7 – Spread médio das operações de crédito (percentual ao ano) e taxa de juros média das operações de crédito (percentual ao mês) - (mar/2011 a dez/2015).....	57
Gráfico 8 – Saldo total da carteira de crédito em p.p. do PIB e sua composição: recursos livres x recursos direcionados (2013-2014)	59
Gráfico 9 – Indicadores selecionados com relação ao PIB (2009-2015)	61
Gráfico 10 – Indicadores monetários selecionados (2009-2015).....	62
Gráfico 11 – Indicadores socioeconômicos selecionados (2009-2015)	62
Gráfico 12 – Crédito Público x Privado em proporção do crédito total (2002-2015)..	63
Gráfico 13 – Plotagem dos dados do PIB.....	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Segmento de crédito à pessoa física com recursos livres em percentual do PIB (2004-2010).....	46
Tabela 2 – Indicadores selecionados da economia brasileira (2002-2008)	51
Tabela 3 – Indicadores selecionados da economia brasileira (2009-2015)	60
Tabela 4 – Resultados da regressão da equação (4.1)	66
Tabela 5 – Resultados da regressão da equação (4.2)	68

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	PERSPECTIVAS TEÓRICAS SOBRE O CRÉDITO	15
2.1	VISÃO CONVENCIONAL E VISÃO PÓS-KEYNESIANA SOBRE CRÉDITO. 15	
2.2	A IMPORTÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO EM ECONOMIAS CAPITALISTAS	17
2.3	O CANAL DE CRÉDITO COMO MECANISMO DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA	20
3	O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	25
3.1	O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO.	25
3.1.1	O Brasil de 1990 a 1950: Os principais planos econômicos	26
3.1.2	Do Plano Real ao Governo Lula.....	32
3.2	ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	35
3.2.1	Princípios básicos e instrumentos normativos.....	36
3.2.2	Subsistemas de operação.....	38
3.3	EXPANSÃO DO CRÉDITO ENTRE 2003 E 2015.....	40

3.3.1	Modalidades de crédito do SFN.....	40
3.3.2	Primeira Fase: do governo Lula à crise financeira internacional.....	42
3.3.2.1	Uma revisão do governo FHC	43
3.3.2.2	O governo Lula e a retomada do crédito.....	45
3.3.3	Segunda Fase: Da crise internacional à crise política do Brasil.....	54
4	IMPACTOS DA EXPANSÃO DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO DO PIB ...	64
4.1	EQUAÇÕES ESTIMADAS.....	64
4.2	ANÁLISE DO RESULTADO DAS REGRESSÕES	66
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	70
	REFERÊNCIAS	73

1 INTRODUÇÃO

A tentativa de relacionar a operação do setor financeiro com o crescimento econômico é recorrente no campo da economia, de modo que essa discussão abarca teorias de autores consagrados de diversas épocas. Schumpeter, no seu tripé schumpeteriano, via o acesso ao crédito e a presença da inovação tecnológica, junto com o espírito empresarial de inovação, como os principais fatores para o desenvolvimento econômico, dando assim grande destaque ao papel do setor financeiro em economias capitalistas. Keynes, por sua vez, também enxergava no setor de intermediação financeira um papel crucial na determinação do nível de renda e emprego em economias de mercado, assim como o papel ativo e não neutro da moeda. Tais argumentos reforçam a importância de um sistema financeiro bem estruturado para uma economia que busca crescimento e desenvolvimento.

Seguindo o arcabouço teórico de Keynes, a literatura pós-keynesiana, baseada em autores como Minsky (1986), Davidson (1978, 1986) e Kregel (1985), também assume a hipótese da não neutralidade da moeda no curto e no longo prazo. Autores brasileiros como Carvalho (2007) e Paula (1998) seguem a mesma linha de raciocínio no que tange ao impacto do setor financeiro na economia. Inclusive, tais autores ressaltam em seus trabalhos o papel dos bancos no ciclo econômico, o qual por vezes é contraditório, pois pode amplificar o crescimento econômico na fase expansionista dos ciclos, mas também pode tornar mais forte a desaceleração em épocas de crise. Portanto, ainda que o papel dos bancos e do setor financeiro como um todo não seja um consenso entre os economistas, nota-se que essa discussão há muitos anos circunda o campo de Ciências Econômicas.

No Brasil, tanto o PIB (Produto Interno Bruto) quanto o saldo das operações de crédito tiveram um crescimento considerável entre os anos de 2003 e 2015. Baseando-se na literatura econômica de inspiração pós-keynesiana, é razoável crer que as operações de crédito tiveram um papel central no financiamento desse crescimento, pois, entre outros efeitos, elevaram a demanda e o investimento. Algumas mudanças ocorridas no segmento creditício brasileiro corroboram a hipótese de um impacto positivo do segmento financeiro no PIB: em 2003, a regulação do crédito consignado; em 2008, a atitude anticíclica adotada pelas instituições financeiras públicas, de forma a diminuir os impactos da crise financeira, e; em 2015,

o decréscimo do PIB acompanhado pela alta da inflação e pelo fim da expansão do saldo de operações de crédito como proporção do PIB.

Sendo assim, analisar o cenário econômico brasileiro no período compreendido entre 2003 e 2015, avaliar o impacto das operações do setor financeiro no PIB e contrapor as teorias econômicas mais relevantes acerca do tema, se mostra um exercício de grande valia para trabalhar o conhecimento no campo de análise da Ciência Econômica. Dessa forma, sob à luz de uma revisão da literatura teórica de economia sobre o tema e da evolução do crédito e da estrutura do Sistema Financeiro Nacional, o objetivo geral deste trabalho é averiguar se a variação do saldo das operações de crédito observada entre os anos de 2003 e 2015 impactou a variação do PIB brasileiro neste mesmo período. Como ponto de partida, a hipótese central desse estudo é a de que a expansão do crédito teve um impacto positivo na variação do produto nesse período.

Para proceder com a investigação, o trabalho se divide em cinco capítulos além desta introdução. O segundo capítulo tem por objetivo revisar a literatura econômica que estuda a relação entre o setor financeiro e o crescimento econômico, a fim de entender se o tema do trabalho tem relevância na teoria econômica. Para isso, faz-se uma contraposição entre a ótica convencional e pós-keynesiana sobre o assunto e apresentam-se os canais de transmissores de política monetária, dando uma atenção especial para o canal de crédito. O terceiro capítulo se destina a apresentar a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e também a detalhar empiricamente a evolução do crédito e do PIB brasileiro no período avaliado, utilizando majoritariamente dados obtidos no site do Banco Central do Brasil (BACEN). Ainda com base nas informações de PIB e crédito, o capítulo quatro tem a função de testar estatisticamente se, de fato, as variações ocorridas no saldo de crédito tiveram impacto no PIB. Sendo assim, se utiliza um modelo econométrico e faz-se uma análise estatística descritiva dos testes e resultados obtidos através das regressões lineares deste modelo. Por fim, o quinto e último capítulo traz as considerações finais sobre as constatações do trabalho.

2 PERSPECTIVAS TEÓRICAS SOBRE O CRÉDITO

Este capítulo se destina a expor alguns argumentos correlatos ao tema central do trabalho, que é discutir o impacto das atividades do sistema financeiro na economia. É possível destacar diversas escolas de pensamento e diferentes opiniões sobre o assunto, porém, segundo Lopes (2015), uma das principais distinções a ser feitas é a separação entre a corrente ortodoxa, denominada neste trabalho como convencional, e a visão de cunho mais heterodoxo, tida aqui como aquela defendida pelos pós-keynesianos. De forma simplificada, a segunda corrente vê no estado um papel de provedor de crescimento e desenvolvimento econômico, além de estabilizador e atenuador dos ciclos econômico, contrapondo substancialmente o que defende a corrente de cunho ortodoxa.

Seguindo este princípio, a primeira seção traz uma distinção entre a visão convencional e visão pós-keynesiana sobre o crédito, distinção esta que contrapõe o papel da intermediação financeira e atividade bancária na economia. Feita esta distinção, é discutida a seguir a importância do segmento financeiro em economias capitalistas, partindo majoritariamente de argumentos de cunho intervencionista. Por fim, no terceiro subcapítulo, são apresentados os canais transmissores de política monetária é colocada em pauta a importância do canal de crédito dentro deste contexto.

2.1 VISÃO CONVENCIONAL E VISÃO PÓS-KEYNESIANA SOBRE CRÉDITO

Conforme citado anteriormente, não é senso comum entre os economistas o papel do sistema financeiro em economias capitalistas. Studart (1993) contrapõe duas visões acerca do tema: a “convencional”, onde o mercado financeiro é um mero intermediador entre agentes superavitários e deficitários, e uma visão com viés pós-keynesiano, que dá ao sistema financeiro um papel de extrema relevância no contexto econômico.

De acordo com Studart (1993, p.101):

Chamamos de visão convencional aquela que trata o mercado financeiro como *locus* da intermediação de capital (enquanto recursos reais) entre poupadores e investidores. Tal visão tende a privilegiar o estabelecimento de um mercado financeiro competitivo, com taxas de juros reais positivas e

únicas, como forma de estimular a poupança, a intermediação financeira e o investimento.

Sobre este assunto, Paula (1999, p. 12) cita que:

A assunção básica da visão convencional é que o banco é uma firma maximizadora de lucro neutra ao risco. Um dos resultados deste modelo é que os bancos funcionam como intermediários neutros na transferência de recursos reais na economia. Deste modo, eles não criam poder de compra novo, o que significa que seu comportamento pouco afeta a determinação das condições de financiamento da economia e, portanto, as variáveis reais da economia, como produto e emprego.

Ambos os autores concordam nas definições da chamada visão “convencional”, no sentido de que ela dá um papel de pouca expressão ao sistema financeiro no que tange ao seu impacto nas variáveis reais da economia. Ainda, reconhecem as origens do pensamento “clássico” da intermediação financeira nos trabalhos de Gurley & Shaw (1955), tendo como sequência os trabalhos de Eugene Fama (1980), que reforça o caráter neutro do sistema bancário no equilíbrio geral, e McKinnon (1973) que, através dos efeitos negativos da chamada “repressão financeira”, vê na liberalização financeira uma solução para a aceleração do crescimento.

Sobre o viés pós-keynesiano, Studart (1993) analisa a alternativa de interpretação do sistema financeiro por dois caminhos. O primeiro, com base no circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*. Já o segundo analisa esse circuito em um modelo de economia com um sistema bancário desenvolvido e mercados de ativos financeiros organizados. Para Studart (1993, p. 112):

A análise de Keynes também tem como parâmetro uma estrutura financeira implícita, baseada em dois pilares básicos: um sistema bancário desenvolvido (para o finance) e a existência de mercados organizados de ações (para o funding). Tal parâmetro permite analisar, como já vimos, os problemas associados à separação entre os atos de poupar e investir, ao hiato temporal entre financiamentos e maturação do investimento e à incerteza inerente a tais economias.

Assim como Studart, Paula também defende um viés pós-keynesiano nessa abordagem proposta, igualmente citando a importância do mecanismo financiamento-*funding* e reforçando que a dinâmica da firma bancária afeta de forma decisiva as

condições e volume de financiamento da economia e, conseqüentemente, as decisões de gasto dos agentes, assim como os resultados da política monetária. Logo, comparando as duas abordagens,

[...] infere-se que enquanto na visão convencional o papel das instituições financeiras é mobilizar poupança entre poupadores e tomadores, facilitando a alocação de recursos, atrelado à necessidade de mitigar o problema de informação imperfeita, custo de transação e gerenciamento de risco, a abordagem pós-keynesiana coloca em voga a importância da moeda e do sistema financeiro na dinâmica de uma economia capitalista. (PAULA, 2013, p.382)

Portanto, o que se pode concluir é que, na visão convencional, as instituições financeiras são meras intermediárias entre agentes deficitários e superavitários, com impacto neutro nas variáveis reais da economia. A corrente pós-keynesiana, por sua vez, atribui ao segmento financeiro um grande papel na construção de políticas de fomento ao crescimento econômico, motivo pela qual esta corrente teórica será utilizada como base na construção deste trabalho.

2.2 A IMPORTÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO EM ECONOMIAS CAPITALISTAS

Como atesta Carvalho *et al* (2007), “o crédito é de grande importância em uma economia capitalista, por permitir investimento”. Todavia, a discussão sobre a importância do financiamento/crédito no desenvolvimento econômico é recorrente e, certamente, um dos assuntos que mais divide os economistas. Muito se deve a impasses de escolas econômicas sobre importantes postulados, como, por exemplo, a precedência do investimento sobre a poupança (e vice-versa). Por um lado, importantes trabalhos no campo da economia simplesmente ignoram a questão. Castro (2008) cita que o livro *Pioneers of development*, escrito em 1984 por Meier e Seers, assim como o *survey* sobre economia do desenvolvimento, escrito por Stern em 1989, são exemplos de trabalhos de grande relevância que ignoram completamente o assunto. Por outro lado, importantes autores, como Schumpeter, Keynes e Minsky, dão a devida atenção que o tema merece.

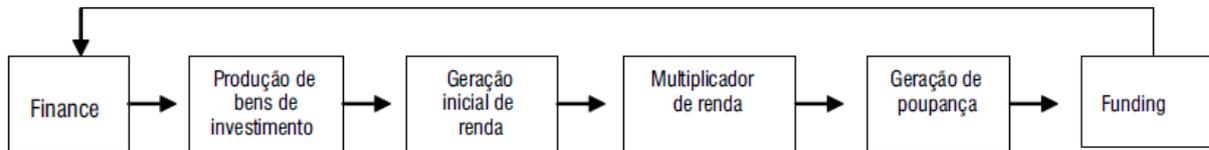
Schumpeter (1997) faz uma distinção entre o conceito de crescimento e desenvolvimento. Ele cita como causa do desenvolvimento uma ruptura com os padrões produtivos causado por inovações, sendo o crédito, juntamente com o empresário inovador, um dos elementos-chave para o desenvolvimento da economia. A importância do crédito se dá pela possibilidade de ele viabilizar economicamente projetos que tem o potencial de contribuir para o crescimento e desenvolvimento de uma economia de mercado.

Neste ponto é que entra o papel do banqueiro. Para que o financiamento chegue ao empresário inovador, é necessário um agente intermediário entre ele e os capitalistas, detentores dos meios de produção. Ao criarem crédito, os bancos possibilitam a realização de novas combinações produtivas. Sendo assim, os empresários obtêm lucros, expandem sua capacidade produtiva, compram matérias primas, aumentam sua produtividade, auferindo assim cada vez mais lucros para pagar seus financiamentos e manter esse ciclo. Por fim, estes financiamentos bancários acabam por estimular os investimentos e o crescimento econômico (Paula, 2003).

Assim como Schumpeter, Keynes também via nos bancos um papel crucial na dinâmica de economias de mercado. De acordo com Resende (2007), Keynes destacou dois pontos cruciais para a análise do papel dos intermediários financeiros: o problema do *Finance* (encontrar recursos com capacidade de liquidez nos bancos) e o problema do *Funding* (encontrar uma fonte de recursos). Os bancos têm o poder de conceder o crédito necessário para financiar os investimentos, mas, para isso, eles precisam concordar em perder a liquidez do seu capital por um período de tempo até que o investimento seja pago pelo tomador, entrando aí no campo de discussão da preferência pela liquidez e das expectativas.

Em suma, para que haja crescimento, é necessário que haja bancos (fornecedores de liquidez-*finance*) que disponibilizem o crédito para investimento. Ainda, são necessários mercados de capitais que transformem ativos de curto prazo em ativos de longo prazo (trocando liquidez por ativos menos líquidos), sendo esses últimos a base do conceito de *funding*. Assim, quanto mais desenvolvido o setor financeiro, maiores os impactos positivos sobre o crescimento econômico (Resende, 2007). Partindo desse princípio, Galeano e Feijó (2012) apresentam um esquema resumido do circuito *finance-funding*, conforme demonstrado a seguir:

Figura 1: Esquema do circuito *finance-funding*



Fonte: Galeano e Feijó (2011)

Minsky, como grande expoente da escola de pensamento pós-keynesiana, também tem como ponto marcante dos seus estudos a importância dos agentes financeiros na economia. Ele cita em seus trabalhos que um sistema financeiro, ao intermediar a relação entre poupadores e tomadores e facilitar investimentos e consumo via crédito, pode potencializar o crescimento econômico. Todavia, ele também pode acentuar as instabilidades financeiras em momentos de crises, conforme a seguir:

[...] os mercados financeiros podem causar instabilidades no ambiente econômico, especialmente a partir de movimentos especulativos quanto aos preços dos ativos. Dado a existência do mercado secundário que precisa de liquidez para seus títulos, tal ação se faz necessária. Contudo, quando os especuladores acabam por dominar o ritmo das relações financeiras no mercado, as bruscas oscilações dos preços de ativos deterioram expectativas e tal comportamento repercute na tomada de decisões dos investidores. (MINSKY, 1986, p. 4)

Percebe-se então que a atividade bancária é de grande importância na análise de Minsky. Todavia, ela tem um caráter ambíguo, pois, segundo Paula (2013) ao mesmo tempo que é um elemento essencial no financiamento da atividade de investimento e uma condição necessária para a operação satisfatória de uma economia capitalista, este comportamento pode induzir ou amplificar uma instabilidade financeira, ocasionando um mal funcionamento da economia, sobretudo em momentos de boom econômico quando o grau de endividamento dos empresários tende a aumentar.

Por sua vez, Oliveira G. (2014, p. 4) atesta que

Para Keynes, Minsky e autores pós-keynesianos, o aspecto central da atividade bancária diz respeito ao processo de criação de liquidez, muito mais do que, simplesmente, intermediar recursos entre os “agentes”. Os bancos são centrais para viabilizar (ou não) o financiamento dos projetos de

investimento, permitindo a inversão da relação admitida pela ortodoxia entre poupança e investimento. A concessão do empréstimo depende do desejo dos bancos em assumir uma posição menos líquida no que se refere ao lado esquerdo de seus balanços [...].

Traçando uma linha comum entre as ideias até aqui expostas, é possível afirmar que o papel do sistema financeiro é o de intermediar relações entre agentes tomadores e poupadores, viabilizando projetos de investimento, possibilitando novas combinações produtivas e, dessa forma, fomentando o crescimento do produto. Contudo, sua atividade pode causar instabilidades financeiras, principalmente em momentos de elevada atividade econômica. Sendo assim, tanto pelo seu papel de agente de crescimento quanto pelo seu potencial de criar instabilidades, o sistema financeiro é fundamental na dinâmica da economia.

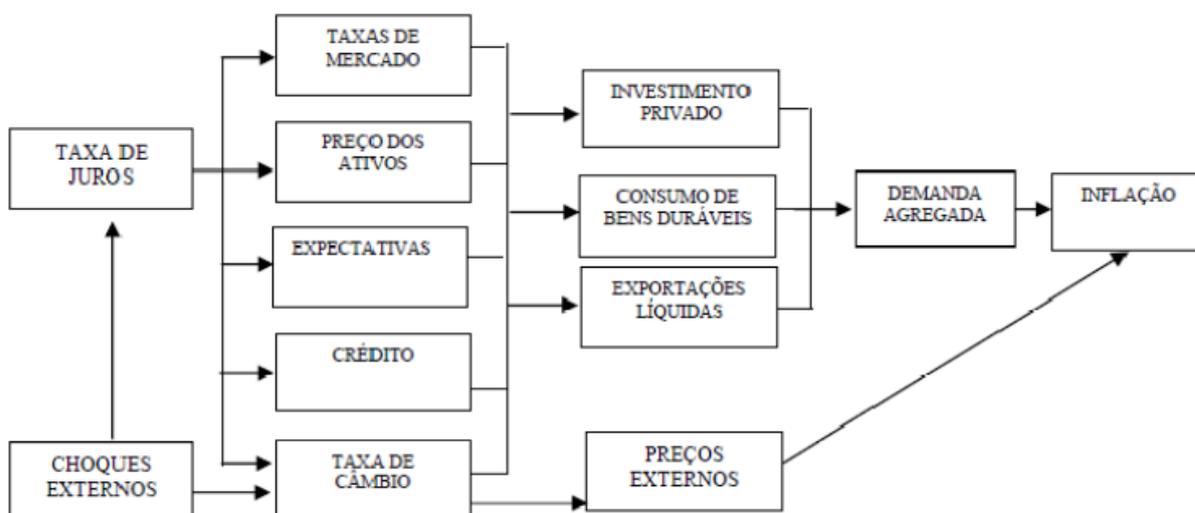
2.3 O CANAL DE CRÉDITO COMO MECANISMO DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA

A utilização de políticas de viés pós-keynesiano para equilibrar os índices de preços e fomentar o crescimento econômico tem se tornado cada vez mais importante no meio público, no que tange a gestão de políticas monetárias. Conforme atestam Abrita *et al* (2014, p. 226):

A condução da política monetária, como forma de se conseguir a estabilização do produto e da inflação, alterou-se ao longo das últimas décadas. Até meados da década de 1970, a transmissão da política monetária era baseada na visão keynesiana tradicional, associada ao trade-off entre inflação e desemprego, observado na curva de Phillips.

Dentro desse contexto, é importante frisar que a utilização desta ferramenta deve ser feita de forma conciente, pois consequências inesperadas podem surgir da sua má utilização. Mishkin (1995) defende que, dentre outros cuidados, as autoridades políticas e monetárias devem ter um entendimento claro dos mecanismos por onde a política monetária afeta a economia. A figura a seguir exemplifica a forma como a política monetária afeta o produto e a inflação, além de demonstrar os seus canais de transmissão:

Figura 2: Canais de transmissão de política monetária



Fonte: Marcatti (2011)

A seguir, serão explicados de forma breve os canais de transmissão de política monetária:

- a) Abrita *et al* (2014) explicam que dentro do canal de câmbio, a taxa de câmbio real, através do seu efeito sobre a competitividade e sobre as exportações líquidas, é o elemento chave. Logo, a diferença existente entre os diversos setores econômicos se dá pela exposição desigual destes à competição internacional.
- b) O canal de taxa de juros é um dos mais tradicionais no estudo dos mecanismos de transmissão de política monetária. Também chamado de canal do produto ou ainda de canal da atividade, este mecanismo é apontado pelas teorias de Keynes como parte importante da curva IS-LM. A demanda agregada sofre variações através de alterações na taxa de juros, com isso alterando o ritmo de expansão do produto. Ainda, estas alterações nas taxas afetam as decisões de empresários e consumidores (MARCATTI, 2011).
- c) O canal de transmissão dos preços dos ativos é dividido em duas partes: a Teoria do Q de Tobin e também o efeito riqueza sobre o consumo. Abrita *et al* (2014) definem que a teoria de Tobin avalia as formas como a economia é atingida pela variação do patrimônio líquido das empresas, partindo de políticas monetárias. A avaliação da riqueza e do consumo, por sua vez, tem como referência o modelo de Modigliani, pois “[...] a renda varia ao longo da vida dos

agentes econômicos que são compostos de capital humano, capital real e riqueza financeira” (ABRITA *et al*, 2014, p. 227).

- d) O canal de expectativas está fortemente relacionado com a percepção dos agentes quanto à situação geral da economia, “[...] uma vez que se refere ao fato de que as expectativas dos agentes econômicos (sobre os preços futuros) afetam o comportamento dos preços correntes” (MARCATTI, 2011, p. 19). Além disso, o grau de indexação dos preços de uma economia e a frequência com que estes são reajustados pelas autoridades monetárias, também são variáveis chave nessa análise.
- e) Para Bernanke e Gertler (1995), o canal de crédito afeta o setor real da economia através do seu funcionamento no mercado de crédito, mais especificamente através dos mecanismos de empréstimos bancários e também do balanço patrimonial das firmas e indivíduos. Marcatti (2011), por sua vez, cita que este canal, além de afetar a demanda agregada, impacta também na oferta de crédito. Sendo assim, características presentes no mercado de crédito, como a assimetria de informações, fazem com que o produto seja afetado através de uma diminuição da oferta de crédito e consequente aumento na taxa de juros. Portanto, “pode se dizer que o efeito tradicional da política monetária opera sobre a demanda agregada através da demanda por crédito” (MARCATTI, 2011, p. 13).

Ainda sobre o canal de crédito, o aumento da sua importância no cenário econômico do Brasil, segundo Marcatti (2011), se deu pelo aumento na relação crédito/PIB brasileira. Inclusive, há diversas visões na literatura vigente sobre a política monetária no contexto de canais transmissores. Para Sobrinho (2003), existe a “visão monetária”, onde a política monetária afeta o produto real via taxa de juros nominal de curto prazo, e a “visão do crédito”, que visa suprir algumas fragilidades teóricas da primeira visão. Sobre a visão do crédito, Abrita *et al* (2014) defendem, relacionando o crédito com demanda e consumo, que “o canal do crédito consiste em como a política monetária atinge o setor real da economia a partir do seu efeito no funcionamento no mercado de crédito. Ou seja, mostra a relação negativa da taxa de juros na demanda agregada e no consumo”.

Assim como Sobrinho e Abrita *et al*, Denardin e Neto (2009) também enxergam duas visões na literatura econômica acerca dos canais de transmissão de política

monetária. Eles apresentam o contraponto entre a ideia tradicional de uma política monetária concentrada em taxa de juros, taxa de câmbio e preço dos ativos (vide os modelos de Taylor, de 1995, e o teorema de Modigliani-Miller, de 1958), e a abordagem moderna, inicialmente formalizado por Bernanke e Blinder, a qual, além de incorporar no modelo a teoria de assimetria de informações no mercado financeiro, dá ao setor bancário um papel especial, pois este cria moeda e realiza empréstimos. Os autores afirmam que:

a “visão do crédito” tem representado uma interpretação alternativa de como a política monetária pode interferir na atividade econômica, tendo como principal alicerce, a hipótese da existência de assimetria de informação e de que os mercados financeiros não trabalham de forma perfeita, conforme sugere a visão tradicional. (DENARDIN e NETO, 2009, p. 4)

De forma sintetizada, a teoria tradicional enxerga dois ativos: moedas e títulos. Ela tem como um dos seus expoentes Taylor (1995), altamente favorável ao mecanismo de transmissão monetário das taxas de juros. Aqui, os bancos têm um papel neutro no que tange as variáveis reais da economia, pois são meros intermediadores financeiros entre poupadores e tomadores. Além disso, os bancos não oferecem nenhum serviço especial do lado dos ativos do balanço patrimonial. Já no lado do passivo, o sistema bancário cumpre um papel especial ao criar moeda (fiduciária) emitindo demanda por depósitos. A teoria da moeda defende ainda que todos os títulos e ativos tem a mesma remuneração, sendo substitutos perfeitos.

Porém, para Bernanke e Gertler (1995), a política monetária não afeta somente o nível da taxa de juros, mas também o prêmio de financiamentos de crédito, sendo que esses movimentos ajudam a explicar de forma mais clara o impacto da política monetária no produto. Além disso, eles sugerem que o canal do crédito é de suma importância, principalmente em economias com alta dependência dos bancos como fornecedores de crédito, pois eles financiam a atividade produtiva.

Dessa forma, entende-se que a busca por crescimento econômico e estabilização do nível de preços deve necessariamente passar por uma gestão de políticas adequadas, eficientes e responsáveis por parte das autoridades monetárias. Tão logo, o sistema financeiro, no âmbito principalmente do canal de crédito, tem papel de destaque nesse pleito. Dentro desse contexto, é possível fazer uma análise das políticas adotadas na crise financeira de 2008, a qual teve nascimento no setor

bancário. Logo após a crise, a economia mundial passou por um período de escassez no crédito e, após esse quadro, notou-se uma retração do produto mundial, tanto por este como por outros motivos. Considerando que um dos canais de transmissão é o mercado de crédito, a política monetária foi mais do que necessária para corrigir esse quadro. Por fim, reforçando o papel das políticas creditícias na situação em questão, Almeida (2010, p. 59) cita que:

A medida anticíclica mais destacada do nosso ponto de vista não veio nem da área fiscal, nem da política monetária ou de liquidez [...], veio, sim, da orientação que o governo transmitiu aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos. No início da crise o crédito dos bancos públicos representava cerca de 35% do crédito total, percentual que subiria a 41% (percentual de fevereiro de 2010). No contexto em que os bancos privados contraíam os seus financiamentos, foi esse espaço ocupado pelos bancos públicos [...].

Em síntese, é possível entender que uma gestão adequada de política monetária, focada principalmente nas políticas de crédito, tem o poder de fomentar o crescimento econômico, controlar a inflação e dar suporte para a retomada da economia em momentos de crise.

3 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

No Brasil, ainda que o volume de crédito seja relativamente baixo comparado com países desenvolvidos como EUA e Japão, onde a relação crédito/PIB supera 100%, o segmento financeiro guarda forte relação com a dinâmica da economia nacional. Tal afirmação se tornou possível após a revisão feita nos capítulos anteriores, a qual reforçou a importância do tema deste trabalho. Entretanto, para contextualizar a discussão, é necessário entender o cenário atual do mercado financeiro do Brasil. Nesse sentido, este capítulo se destina a analisar o SFN, de forma a entender qual sua relevância na economia. Para tal, é feita uma análise da história econômica brasileira, abarcando os principais acontecimentos do segmento financeiro ao longo do tempo. Ainda, são apresentados os principais órgãos pelo qual o SFN funciona, incluindo uma explicação das suas principais funções. Concluindo o capítulo, são apresentados e avaliados os indicadores de crédito e PIB brasileiros para o período base do trabalho.

3.1 O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Sob a luz da teoria keynesiana, pode-se afirmar que o Estado utiliza o setor financeiro como um meio para atingir seus objetivos. Dentre eles, podemos citar não apenas o crescimento do produto, mas também a melhoria da infraestrutura nacional e o desenvolvimento industrial e urbano do país. Nesse sentido, segundo Ianni (1996), no período pós-crise de 1929 o Brasil inicia um processo de reordenação da economia e intervenção por parte do estado, buscando atingir estes objetivos citados. Ainda que estes esforços não se resumam a um plano econômico propriamente dito, esta fase pode ser concebida como a origem do planejamento econômico no Brasil, uma vez que o governo passa a criar órgãos que auxiliem no atingimento das suas metas. Nesse sentido, a partir da afirmação inicial de que o estado intervém na economia via crédito para buscar crescimento econômico, se faz necessário compreender as origens dos órgãos reguladores do mercado financeiro, as quais coincidem com os planos econômicos desenvolvidos ao longo dos séculos XX e XXI. Ainda, os planos têm forte relação com o mercado de crédito, o que faz com que seja de suma

importância analisá-los dentro do contexto deste trabalho. Neste sentido, Rodrigues (2015, p. 2) reforça a importância de analisar os planos econômicos, pois:

[...] as medidas econômicas contidas em cada um deles e de acordo com o momento histórico vão estabelecer e definir as regras do modelo de industrialização, do papel das empresas estatais, nacionais e estrangeiras, do tratamento ao capital estrangeiro, da maior ou menor autonomia nas decisões econômicas por parte do Estado brasileiro frente aos centros capitalistas industriais e financeiros, das possibilidades de participação popular e da política salarial.

Dito isso, para entender o mercado de crédito brasileiro, é preciso fazer uma distinção entre dois períodos históricos e analisar como eles se relacionam com a questão do crédito no Brasil, bem como entender como os planos econômicos postos em prática impactam no SFN. O primeiro período, compreendido entre as décadas de 1950 e 1990, foi um período de altas taxas de inflação, onde a concessão de crédito foi escassa, devido, basicamente, aos altos índices de preços. Estes problemas têm forte relação com a implantação de três planos econômicos da época: o Plano de Metas (PM) de Juscelino Kubitschek, o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) e o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Já o segundo período, iniciado após a implantação do Plano Real em 1994, foi marcado pela estabilização do cenário econômico e controle da inflação, o que deu margem para que houvesse uma expansão do mercado creditício.

3.1.1 O Brasil de 1950 A 1990: Os principais planos econômicos

No início dos anos 1950, o Brasil carecia de infraestrutura adequada em diversos setores, mas principalmente nos de transportes e geração de energia. Estas deficiências, por si só, atrapalhavam o desenvolvimento do plano de industrialização que o governo punha em prática, o qual tinha por base o processo de substituição de importações. Neste sentido, o Plano de Metas (PM), desenvolvido no governo de Juscelino Kubitschek a partir de 1952, tinha como objetivo atenuar estes problemas, de modo a instigar a industrialização brasileira para, enfim, superar o subdesenvolvimento. A criação do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE), em 1952, e da Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste (SUDENE), em 1959,

vão de encontro a estes objetivos propostos pelo PM. Tal plano, inclusive, é reconhecido na literatura econômica brasileira como o primeiro sistema de planejamento econômico estruturado (Thomé e Salomão, 2017).

Dentro do PM, o caminho para atingir o objetivo principal passava pelo cumprimento de 31 metas, as quais se dividiam entre os setores de energia, transportes, alimentação, indústria de base e construção, além da construção da nova sede administrativa do governo em Brasília. O financiamento necessário para cumprir o plano, segundo Rodrigues (2015), poderia vir através de emissão monetária (gerando inflação) e também da obtenção de recursos do exterior, uma vez que o Brasil tinha um *gap* na estrutura de financiamentos de longo prazo para investimento.

As autoridades públicas à época tinham bastante receio quanto a utilização de emissão de moeda para o financiamento do programa, uma vez que essa prática gerava um “[...] aumento da inflação devido à elevação dos gastos públicos” (RODRIGUES, 2015, p. 4). Todavia, ainda que houvesse receio em se utilizar de expedientes inflacionários, a prática foi amplamente utilizada. Segundo Rodrigues (2015, p. 6):

Apesar do crescimento econômico na ordem de 7,9% do PIB a.a. no período 1957/1961, ante crescimento de 5,2% a.a., entre 1952 e 1956, constata-se uma situação inflacionária considerável na ordem de 22,6% a.a., mesmo porque a inflação era utilizada como mecanismo de financiamento do PM.

A política de atração de recursos do exterior, por sua vez, era fundamental para o plano, uma vez que o Brasil carecia de estrutura para financiamentos de longo prazo. Sendo assim, “[...] a entrada de capitais estrangeiros, via investimento ou financiamento, fazia-se necessária para a manutenção do nível de crescimento econômico almejado pelo plano” (LESSA, 1981, p. 57). À época, a política cambial era o principal instrumento de política econômica do governo e, por este motivo, este setor foi alvo de reformas no sentido de operacionalizar a entrada do capital necessário para dar andamento as reformas. A Instrução 113 da Superintendência Monetária de Crédito (SUMOC), de 1955, permitia ao Brasil a importação de máquinas e equipamentos sem proteção cambial, e por este motivo “tratou-se de uma ferramenta largamente empregada pelo governo JK, mostrando-se um instrumento poderoso de atração do capital estrangeiro” (THOMÉ e SALOMÃO, 2017, p. 93). Posteriormente,

novos instrumentos, como a Lei de Tarifas e a Lei do Similar, foram criados para reforçar a entrada de capital estrangeiro no país.

De forma geral, pode-se dizer que:

[...] Juscelino entregou, de fato, um país mais estruturado a seu sucessor. O Brasil de 1960 era mais industrializado, urbano e com uma economia mais pujante do que cinco anos antes. Por outro lado, JK não aceitou arcar com o ônus da grandeza de seus sonhos, postergando para os governos subsequentes os desequilíbrios que culminariam na crise dos anos 1960. (THOMÉ e SALOMÃO, 2017, p. 98)

As principais conclusões tiradas ao analisar o Plano de Metas é que, ao menos no mercado de crédito, não houveram significativas alterações, em que pese a criação do BNDE (que viria a se tornar o BNDES) e da SUDENE, órgãos que desempenham um papel fundamental no financiamento ao desenvolvimento. A principal contribuição (negativa) deste plano foi o início do processo de endividamento externo, ocasionado tanto pela fragilidade externa advinda da exposição cambial quanto pela elevação do processo inflacionário. Este processo, por si, trouxe diversos problemas para a economia ao longo das próximas décadas, inclusive no mercado creditício, pois a escalada da inflação faria desaparecer o mercado voluntário de crédito no Brasil.

Findado o governo de JK, o Brasil vivenciou muitas mudanças na esfera social, política e econômica. Após o golpe militar de 1964, o Marechal Castello Branco assume a presidência do Brasil. O Ministro de Planejamento Roberto Campos e o Ministro da Fazenda Octávio Bulhões foram os responsáveis por colocar em prática o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), pensado para o período de 1964 a 1967. O plano tem como principal meta conter o processo de inflação, que tem como causa “o crescente déficit público, a expansão exacerbada do crédito ao setor privado e os ‘demagógicos’ aumentos salariais acima dos aumentos da produtividade” (OLIVEIRA F., 1981, p. 39).

Conforme Bastian (2013), o combate à inflação, que estava na casa de 70% em 1964, seria feito através de ajustes graduais, limitando a 25% a meta de inflação para 1965 e 10% para 1966. Para atingir este objetivo, o governo operacionalizou reformas no setor fiscal, setores monetário e de crédito, setor de políticas externas e

também alterações na política salarial. A seguir, são descritos alguns dos principais pontos de cada reforma:

- Setor fiscal: A reforma tributária teve por base o objetivo de promover o aumento da arrecadação do governo, racionalizar o sistema tributário e prover recursos para os demais objetivos do PAEG. Dentre as medidas adotadas, Rodrigues (2015) cita que são relevantes a elevação dos tributos, mudanças no imposto de renda para fomentar poupanças individuais, mudanças na Lei de Remessas, substituição do Imposto de Valor Adicionado (IVA) pelo Imposto de Circulação de Mercadorias (ICM), o Imposto sobre produtos Industrializados (IPI) em substituição sobre o consumo.

- Setores monetário e de crédito: Segundo Bastian (2013), o controle de crédito do setor privado e a redução dos déficits do governo foram as diretrizes para evitar a expansão monetária. Neste sentido, para dar condições de criar recursos de longo prazo e seguir com o projeto de industrialização e superação do subdesenvolvimento, foram criados o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BACEN), o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e o Banco Nacional de Habitação (BNH). Ainda, foram providas reformas no mercado de capitais, com o intuito de dar ao Brasil a possibilidade de se financiar com emissão de dívida pública, e não mais através de emissão monetária. Também houve a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), títulos da dívida pública com correção monetária, a fim de mitigar os efeitos da inflação. Todavia, este último mecanismo acabou por criar uma inflação inercial na economia brasileira.

- Setor externo: O objetivo destas medidas era estimular o desenvolvimento econômico sem pressionar o balanço de pagamentos. Foram concedidos estímulos as exportações via incentivos fiscais, como isenção de IPI, ICM, IR, entre outros. Ainda, foram modernizados os órgãos ligados ao comércio internacional e também foram adotadas minidesvalorizações cambiais a partir de 1968, mecanismo pelo qual a diferença entre a inflação doméstica e a internacional deveria ser o principal item a definir a variação cambial (Veloso *et al*, 2008).

- Política Salarial: Os aumentos salariais superiores ao aumento da produtividade ocasionavam inflação de custos, e era este o problema que as medidas de política salarial visaram sanar. Basicamente, os reajustes salariais só deveriam ocorrer em conjunto com a elevação do nível de produtividade e aceleração do desenvolvimento econômico (Bastian, 2013). Logo, a média salarial dos últimos 24 meses é o que definia o reajuste salarial, acrescida nesta média o aumento de

produtividade e a taxa de inflação prevista para os próximos 12 meses (Oliveira F., 1981). Desta forma, “[...] ao não conceder aumentos salariais equivalentes à inflação registrada desde o último reajuste, a regra salarial quebrava a dinâmica da espiral inflacionária” (BASTIAN, 2013, p. 149).

Como consequência das ações tomadas no PAEG, o Brasil obteve um crescimento médio de 11% ao ano entre os anos de 1968 e 1973. Naturalmente, “há uma opinião praticamente generalizada que o PAEG criou as condições internas para que o país experimentasse aquilo que se convencionou chamar de milagre econômico [...]” (BASTIAN, 2013, p. 141). Além disso, as reformas deixadas pelo PAEG foram fundamentais para o desenvolvimento da economia brasileira. Todavia, Giambiagi (2005) argumenta que o crescimento constatado no período do milagre veio acompanhado de uma dependência estrutural da economia brasileira em relação ao petróleo internacional. Ainda, as condições do mercado financeiro internacional, ao passo que disponibilizavam prazos mais longos com spreads mais baixos, permitiram que países subdesenvolvidos como o Brasil elevassem sua poupança externa em moeda estrangeira (a maior parte em eurodólares), o que apesar de ser fundamental para financiar o crescimento ensejado pelo governo, elevou substancialmente a dívida externa brasileira (Cavalcanti, 1988). Por fim, a crise do petróleo de 1973, combinada com a mudança no cenário financeiro internacional, culminou no processo de endividamento externo brasileiro, o qual, segundo Cavalcanti (1988, p. 21), “[...] conduziu a uma transformação profunda na estrutura de financiamento da economia brasileira. ”

O ano de 1974 marca a desaceleração econômica que vinha ocorrendo de forma pujante nos últimos anos, além da constatação da onda de endividamento externo, fortemente relacionada com a entrada de capitais estrangeiros e dependência brasileira do cenário internacional. Nesse contexto, o então presidente Ernesto Geisel apresenta o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) em setembro de 1974, um plano econômico pensado para o período de 1974 a 1979, que tinha metas ousadas: manter o crescimento econômico na faixa de 10% a.a. e taxa de crescimento industrial a 12% a.a. O plano focava em investimentos de infraestrutura para resolver os pontos de estrangulamento da economia nacional e também diminuir a dependência de bens de capital e de petróleo. Os setores prioritários do plano eram o de energia, siderúrgico e petroquímico, além de exportação, bens de produção e infraestrutura em geral (Rodrigues, 2015).

Para financiar o plano, o governo se utilizou de fontes públicas e também externas para suprir os mecanismos de longo prazo inexistentes. O BNDE agia por meio de linhas de créditos especiais com juros subsidiados, ao passo que os investimentos públicos viriam através de orçamento público e captação de empréstimos externos através de empresas estatais. Logo, a estatização da dívida financiava os investimentos previstos no II PND e também gerava recursos para as necessidades do balanço de pagamentos (Cavalcanti, 1988). As taxas de juros internas eram mantidas em patamares altos para que as fontes externas, com seus juros baixos e flutuantes, fossem a principal via de obtenção de recursos das empresas, o que culminava no aumento da dívida pública (Rodrigues, 2015).

Devido à alta sensibilidade da economia brasileira a choques externos, causada pela forte dependência do mercado financeiro internacional, inevitavelmente os acontecimentos dos anos seguintes à aplicação do II PND culminaram e diversos problemas para o Brasil. De acordo com Rodrigues (2015, p. 22):

O segundo choque do petróleo em 1979, a elevação da taxa de juros dos Estados Unidos e a decretação da moratória mexicana em setembro de 1982 vão mudar completamente o destino dos recursos disponíveis no mercado financeiro internacional, que deixam de ter países, a exemplo do Brasil, como destinatários. Estes passam a ser exportadores líquidos de capitais para pagar agora a elevada taxa de juros dos empréstimos contratados anteriormente [...].

De certa forma, entende-se que o custo do modelo de ajustamento do II PND foi, além do aumento da dívida externa bruta do setor público, a qual ultrapassava 76% no início dos anos 1980, uma escalada do processo de inflação, atingindo 50% em 1979 e ultrapassando 100% nos anos 1980. Apesar do crescimento do PIB na ordem de 6,3% ao ano, a estrutura da economia brasileira estava bastante afetada devido aos problemas decorrentes do plano, o que culminaria em boa parte dos problemas enfrentados ao longo dos anos 1980 (Rodrigues, 2015). Dessa forma,

[...] a forma de financiamento e o modelo de industrialização preconizados pelo II PND foram bastante equivocados e que trouxeram, como desdobramento, a crise da dívida externa durante a década de 1980, situação em que o país perde ainda mais sua autonomia para promover políticas econômicas. (RODRIGUES, 2015, p. 26)

O que se pode concluir da aplicação dos três planos econômicos descritos anteriormente é que eles claramente enfatizaram o crescimento econômico em detrimento de uma política que buscasse um ajuste na economia. Ainda que o Brasil tivesse modernizado sua base industrial, em conjunto com bons índices de crescimento econômico e importantes reformas no setor monetário, a mais clara herança destes planos foi a hiperinflação e a elevada dívida externa (Rodrigues, 2015). Ao longo dos anos 1980 e 1990, outros planos de estabilização foram lançados a fim de combater estes problemas, a exemplo dos Planos Cruzado, Cruzadinho, Bresser, Verão, Collor e outros. Porém, a resolução do problema só viria após a implantação do Plano Real em 1994.

Sendo assim, ao longo da segunda metade do século XX o crédito teve papel fundamental na economia brasileira. Em todos os planos econômicos desenvolvidos, seja para crescimento do produto, renovação do parque industrial, investimentos em infraestrutura ou desenvolvimento socioeconômico, os objetivos passaram diretamente pela necessidade de financiamento, o qual foi possível através do mercado creditício. Foram criados diversos órgãos reguladores no SFN, como o CMN, o BACEN e o BNDES, bem como foram instituídas diversas regulações, de modo a criar um ambiente institucional favorável ao desenvolvimento do setor. O Plano Real, objeto de análise do próximo capítulo, tem uma relação direta com o cenário macroeconômico herdado do período 1950-1990, pois além de precisar resolver o problema da hiperinflação, se utiliza das modernizações no SFN implantadas ao longo das últimas décadas.

3.1.2 Do Plano Real ao governo Lula

O Plano Real foi um plano econômico que teve como principal objetivo a estabilização de preços. Foi implantado em maio de 1993 pelo Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso (FHC) durante o governo provisório de Itamar Franco, se encerrado em 1999 com a estabilização da economia, alcançada através da implantação do tripé macroeconômico. Sua execução era baseada em três fases: ajuste fiscal, reforma monetária e âncora cambial (Modenesi, 2005). Seu desenvolvimento contou com a participação de influentes economistas como Gustavo Franco, Pêrsio Arida, Pedro Malan, Edmar Bacha, André Lara Rezende, entre outros.

Na ocasião, sabia-se que a inflação inercial era um dos principais problemas a serem combatidos, porém um ajuste nas contas públicas era necessário para que o plano tivesse sucesso na sua execução, sendo esta, na visão dos formuladores do plano, a principal causa da inflação (Bacha, 1995). Para Fligenspan (1998), todo plano que direcionasse seus maiores esforços em outro ponto que não a inércia estaria destinado ao fracasso, uma vez que este era o problema principal da inflação brasileira

A primeira fase do plano, a de ajuste fiscal, se iniciou em 1993 e durou até 1994. Por meio do Programa de Ação Imediata, o governo buscou equilibrar o orçamento da união através da redução de gastos públicos, recuperação de receita através do combate à evasão fiscal, privatizações e elevação da arrecadação via aumento de impostos, como imposto de renda, Cofins e IOF, por exemplo. Logo, o equilíbrio fiscal, ainda que não fosse uma medida suficiente para a contenção do problema, era fundamental para o sucesso do plano (Modenesi, 2005).

A segunda fase se iniciou em 1994 e tinha por base eliminar a inflação inercial por meio de uma reforma monetária. A proposta consistia na criação da Unidade Real de Valor (URV), uma moeda transitória vinculada ao dólar e, portanto, “ reajustada diariamente em cruzeiros reais, de acordo com a política de minidesvalorizações cambiais, seguindo uma combinação de índices de inflação passados” (FLIGENSPAN, 1998, p. 2). Segundo Modenesi (2005), os índices que compunham o cálculo do superindexador eram o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M). A URV tinha um caráter universal e assumiu o papel de “unidade de conta” na economia, promovendo uma certa neutralidade distributiva, através da conversão de contratos, bem como salários e benefícios previdenciários. Todavia, segundo Fligenspan (1998, p. 2), “boa parte dos preços não sofreu conversão durante os quatro meses de vigência da URV e passaram, diretamente, a ser cotados em Real a partir de 1º de julho de 1994”.

A terceira e última fase do Plano Real se dá através da implantação do real (R\$), em julho de 1994, em substituição a Cruzeiro Real (Cr\$). A taxa de conversão era Cr\$ 2.750,00 por R\$ 1,00. Ainda, o valor do real teria vinculação com o dólar: sempre que a paridade chegasse próxima de um para um, o BACEN venderia dólares para manter este nível. As reservas necessárias para conter esta paridade foram construídas ainda na gestão Collor e, segundo Fligenspan (1998, p.2), “à custa de juros internos muito maiores que os internacionais”.

De forma geral, os primeiros anos do Plano Real foram bem-sucedidos no objetivo de controlar a inflação, pois, diferente dos planos de estabilização anteriores, estabilizou o nível de preços sem que houvesse congelamento, recessão ou confisco de ativos (Fligenspan, 1998). Todavia, após a sua aplicação, a economia brasileira ainda viria a enfrentar alguns problemas, tanto no cenário interno quanto no cenário externo.

Como resultado da devolução do poder de compra à população e fortalecimento do real em relação ao dólar, houve uma forte expansão de demanda principalmente por produtos importados, pressionando o balanço de pagamentos brasileiro. Na ocasião, medidas foram tomadas no sentido de controlar a demanda, as quais, segundo Fligenspan (1998, p. 4), “não tiveram nenhum efeito prático, a não ser denunciar o receio da equipe econômica de que a expansão de consumo viesse a se transformar numa pressão de aumento de preços”. Por sua vez, as crises do México em 1994, da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, geraram fuga de capitais do Brasil. Como saída para estes problemas, o governo decidiu restringir o crédito e elevar as taxas de juros, de modo a controlar a demanda interna e manter atrativo o cenário econômico brasileiro para o capital estrangeiro, o que gerava também um aumento da dívida pública, pois, naturalmente, os investidores estrangeiros buscavam valorização comprando títulos públicos (Fligenspan, 1998).

A passagem de 1998 para 1999 é marcada por uma profunda mudança no Plano Real. Após uma nova fuga de capitais na ordem de R\$ 40 bilhões na segunda metade de 1998, o governo precisou recorrer ao FMI (Fundo Monetário Internacional) para dar cabo de manter a paridade do real com o dólar. Meses depois, já no segundo mandato de FHC, o governo não teve mais capacidade de manter a âncora e passa a deixar o dólar flutuar, abandonando o padrão de âncora cambial e adotando o sistema metas de inflação (Fligenspan, 1998). Este novo sistema já era utilizado em países como Canadá, Austrália e Chile, e consistia em

fixar antecipadamente (dois anos, no caso brasileiro) uma meta de inflação para um determinado ano e dar a devida publicidade dela e das ações do Banco Central, para que a sociedade acompanhe o que se está fazendo para cumpri-la. A ferramenta usada para atingir o objetivo é a manipulação da taxa de juros nominal de curto prazo durante o ano para, através da oscilação do nível de atividade, fazer com que a taxa de inflação anual fique o mais próximo possível da meta. (FLIGENSPAN, 1998, p. 7)

Fligenspan (1998) cita que o segundo mandato de FHC se deu em um ambiente mais favorável que o primeiro, tanto no cenário interno quanto no cenário internacional. Por este motivo, foi possível obter no ano 2000 um crescimento do PIB de 4,3% com uma inflação de 5,97%, uma combinação de índices que há muito não ocorria no Brasil. Conforme sugere Fligenspan (1998, p. 9), “FHC terminou seu segundo mandato em 2002 com uma conquista importante, o controle da inflação e a consolidação de uma nova moeda sem o vício da indexação”.

Diante disso, fica evidente a importância do Plano Real na resolução do problema de hiperinflação deixado pelos governos anteriores. Além de acabar com a inflação inercial, ele obteve sucesso na recuperação do poder de compra da população. Segundo Góes et al (2007, p.9), “a insuficiência de crédito esteve associada por muito tempo, no Brasil, à instabilidade macroeconômica e, em especial, às taxas de inflação elevadas”. Isso nos leva a crer que o novo cenário de estabilidade econômica, alcançado pela economia brasileira, tornava possível um cenário de expansão das operações de crédito.

Por fim, após analisar a origem dos problemas da hiperinflação brasileira, é possível perceber o quão relevante é a operação do sistema financeiro dentro da economia. No caso brasileiro, a estabilização da crise da dívida iniciada nos anos 1970, advinda através da implantação do Plano Real, só foi possível com políticas públicas voltadas em grande medida para o mercado financeiro. Logo, entende-se que obter crescimento econômico, estabilização monetária, controle de inflação e outros objetivos macroeconômicos, é uma tarefa que passa diretamente por uma gestão eficiente de políticas monetárias.

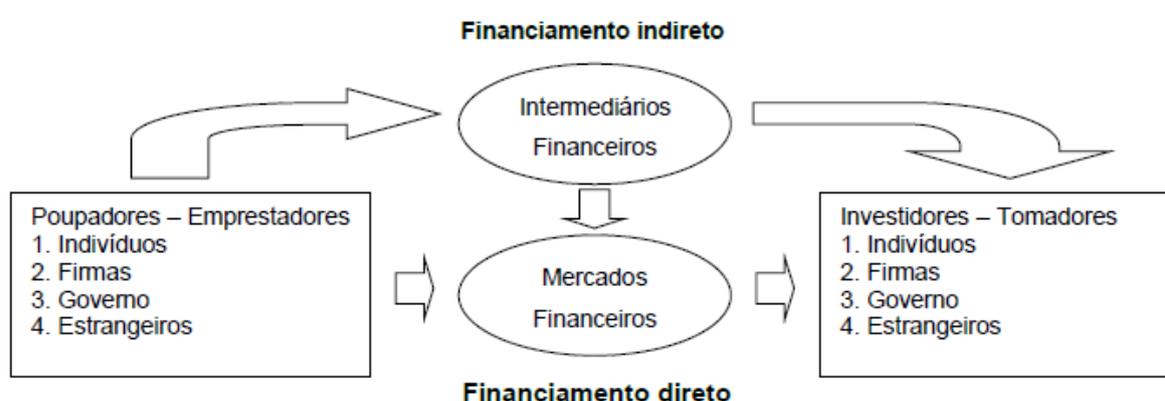
3.2 ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Antes de ingressar no tema central do trabalho, que é analisar o impacto do crédito no crescimento no PIB entre 2003 e 2015, é necessário expor a composição e os segmentos SFN, a fim de situar a discussão diante do cenário financeiro atual. Para isso, o presente capítulo se divide em duas partes: a primeira vai demonstrar o objetivo principal e os instrumentos normativos que envolvem este sistema operativo. Já a segunda, por sua vez, traz a composição do SFN, apresentando os seus subsistemas de operação.

3.2.1 Princípios básicos e instrumentos normativos

O Sistema Financeiro Nacional (SFN), ou sistema financeiro brasileiro, corresponde ao conjunto de instituições privadas e públicas que compõem o mercado financeiro do Brasil. Sua principal função é realizar a intermediação financeira entre agentes tomadores e agentes poupadores de crédito, os quais podem ser indivíduos (pessoas físicas), empresas, governos ou estrangeiros. O sistema conta ainda com os intermediários financeiros, os mercados financeiros e as instituições reguladoras, os quais exercem, respectivamente, as funções de realizar financiamentos indiretos, tramitar (de forma direta) contratos fechados entre tomadores e poupadores e, por fim, fiscalizar e normatizar o processo como um todo (Hillbrecht, 1999). A figura abaixo ilustra o fluxo de capitais contido no sistema:

Figura 3: Fluxo de capitais do sistema financeiro



Fonte: Hirsch (2017)

Lopes e Rosseti (1996, p. 302) mencionam que nos países desenvolvidos, a intermediação financeira tem o importante papel de “canalizar e transformar eficientemente os recursos de poupança em investimento. Quanto mais desenvolvido o estágio de intermediação financeira, maior tende a ser a formação de capital e mais eficiente a alocação de recursos”. Por sua vez, Gurley e Shaw (1955) indicam três pré-requisitos para a existência de um sistema intermediação financeira, sendo eles a superação do estágio de trocas (escambo) na economia, a criação de bases institucionais para o bom funcionamento do segmento financeiro e, por fim, a existência de agentes superavitários dispostos a financiar seus ativos para agentes deficitários. Seguindo esta linha, assumiremos que o Brasil atende os três requisitos

propostos por Gurley e Shaw e passaremos a analisar as normas e leis que regem o SFN.

A base de funcionamento do SFN se origina das reformas institucionais de 1964 e 1965. Segundo Hirsch (2017), as leis que regem sua estrutura são:

- Lei 4.380/64: institui a correção monetária, cria o BNH e também o SFH;
- Lei 4.595/64: por meio da criação do CMN e do BACEN, reestrutura toda a operação do SFN. Até então, os responsáveis pela política monetária eram o Ministério da Fazenda, o BB e a SUMOC (extinta nesta mesma lei);
- Lei 4.728/65: dá as diretrizes de funcionamento e regulamentação do Mercado de Capitais.

Um outro ponto importante foi a publicação da lei 6.385 em 1976, a qual criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para fiscalizar e regulamentar o mercado de títulos e contratos de investimento coletivo (valores mobiliários), como debêntures, ações, contratos futuros, entre outros. Até então, esta tarefa era realizada pelo BACEN (Hirsch, 2017). Outra regulação importante que trouxe profundas alterações no segmento financeiro foi instituição dos bancos múltiplos, implantada através da resolução 1.524/88 do BACEN. Segundo ela, a atuação dos bancos múltiplos poderá englobar as carteiras comerciais, de crédito imobiliário, de investimento, de financiamento, de arrendamento mercantil ou de desenvolvimento, sendo esta última exclusiva para bancos públicos. Para que haja a classificação como banco múltiplo, a operação deve constituir no mínimo duas carteiras, sendo uma obrigatoriamente a comercial ou a de investimentos.¹

Por fim, um dos marcos regulatórios mais importantes no SFN foi a adoção das regras do Acordo de Basiléia em 1994, a partir da publicação de Basiléia I em 1988 pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS). Este comitê surge a partir da necessidade de criar um padrão contábil internacional para garantir mais segurança nos meios bancários, diminuindo assim o risco de crédito presente na economia após o fim do acordo de Bretton Woods em 1973. Além do primeiro acordo, foram publicados o Acordo de Basiléia II em 2004 e o Acordo de Basiléia III em 2010 (Lieberman *et al*, 2018).

¹ Fonte: <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bm.asp>>. Acesso em: 10 de maio de 2019

3.2.2 Subsistemas de operação

O SFN é composto atualmente por três subsistemas de operação: os órgãos normativos, que são responsáveis pela determinação de regras para o funcionamento do SFN; as entidades supervisoras, que executam e fiscalizam as normas e; as instituições operadoras, que tem a tarefa de realizar a intermediação financeira entre os agentes superavitários e deficitários². A figura a seguir ilustra todos os sistemas e subsistemas do SFN:

Figura 4: Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: BACEN³

Como o objetivo do trabalho está ligado ao mercado de crédito, serão analisados os órgãos e funções do segmento de “moeda, crédito, capitais e câmbio”,

² Fonte: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em: 10 de maio de 2019

³ Estrutura disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em: 10 de maio de 2019

especificamente nas entidades supervisionadas pelo BACEN. Este formato de análise, segundo Hirsch (2017), traz um melhor direcionamento para a pesquisa, “uma vez que nesse grupo encontram-se os principais intermediários financeiros” (Hirsch, 2017, p. 47).

Iniciando pelo subsistema normativo, temos o CMN, autoridade superior do SFN. Este órgão é responsável por criar as regras para a política monetária, cambial e de crédito do país. O conselho tem como integrantes o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Algumas das atribuições que cabem ao CMN são:

- Autorizar a emissão de papel moeda
- Estabelecer normas da política cambial
- Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras
- Estabelecer a meta da inflação⁴

O BACEN, por sua vez, é uma entidade supervisora que tem como principal função executar as normas expedidas pelo CMN. Ainda, ele desempenha outras funções como:

- Emitir papel moeda, conforme orientação do CMN
- Determinar a taxa básica de juros do mercado (SELIC)
- Atuar como banco do governo
- Executar a política cambial
- Fiscalizar e punir as instituições financeiras quando necessário
- Liberar ou barrar o funcionamento das instituições financeiras⁵

Por fim, de acordo com Jantalia (2009), as instituições operadoras podem ser divididas em três grupos:

- a) Instituições financeiras que captam depósitos a vista:
 - Banco do Brasil (BB)
 - Bancos Comerciais
 - Bancos Múltiplos
 - Caixa Econômica Federal (CEF)

⁴ Fonte: <<https://www.bcb.gov.br/?CMN>>. Acesso em: 10 de maio de 2019

⁵ Fonte: <<https://www.bcb.gov.br/pre/portalCidadao/bcb/bcFaz.asp?idpai=SFNCOMP>>. Acesso em: 10 de maio de 2019

- Cooperativas de Crédito
- b) Demais instituições financeiras:
 - BNDES e outros bancos de desenvolvimento
 - Bancos de investimento
 - Bancos de câmbio
 - Agências de fomento
 - Sociedades e cooperativas de crédito, financiamento e investimento
 - Companhias hipotecárias
- c) Outros intermediários financeiros:
 - Corretoras de câmbio
 - Corretoras de títulos e valores mobiliários que operam com renda fixa
 - Sociedades de arrendamento mercantil
 - Administradores de consórcio

3.3 EXPANSÃO DO CRÉDITO ENTRE 2003 E 2015

As operações de crédito cresceram consideravelmente no Brasil entre os anos de 2003 e 2015, tanto em comparação com o PIB quanto em termos absolutos. A partir das afirmações expostas nos capítulos anteriores, há embasamento teórico para confirmar que esta expansão teve um impacto considerável em outras variáveis macroeconômicas, a exemplo do produto, conforme sugere o referencial teórico revisado. Dessa forma, o presente subcapítulo vai analisar o mercado de crédito brasileiro entre os anos de 2003 e 2015, comparando seu crescimento com as variações do PIB no mesmo período. Porém, antes de ingressar na análise, serão demonstradas as modalidades de crédito presentes no SFN, com base na metodologia utilizada pelo BACEN, uma vez que esta é a principal fonte das informações utilizadas.

3.3.1 Modalidades de crédito do SFN

Através do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS), o BACEN disponibiliza informações sobre diversos indicadores financeiros e econômicos do Brasil, como expectativas de mercado, inclusão financeira, economia internacional,

atividade econômica, mercado de crédito e diversos outros dados⁶. As bases utilizadas no trabalho são as de atividade econômica e de indicadores do mercado de crédito, sendo esta última baseada na metodologia de cálculo do Documento 3050 do Sistema de Informações de Crédito (SCR) do BACEN. Esta regulamentação, realizada em 2013, teve como objetivo revisar os cálculos e padronizar as estatísticas utilizadas pelo SCR, pois antes disso, os dados eram coletados através de diversas fontes, o que tornava as informações divulgadas menos precisas. Além disso, também foram revisadas as principais modalidades de crédito.

Analisando o grupo de dados sobre crédito, estão disponíveis as seguintes informações: somatório do saldo devedor de crédito, novas concessões, indicador de custo do crédito (ICC) e seu spread, taxa de juros e o spread médio das operações, prazo médio das novas concessões, prazo médio das carteiras de crédito e também dados sobre atrasos e inadimplência das carteiras. De forma geral, as informações correspondem a empréstimos tomados tanto pela população em geral, ou seja, pessoas físicas (PF), quanto por empresas dos mais diversos setores de atuação, denominadas aqui de pessoas jurídicas (PJ). Todos os indicadores contam ainda uma separação entre a origem dos recursos emprestados, conforme descrito a seguir:

- Recursos livres: Neste formato de concessão, as instituições têm autonomia sobre a forma de utilização dos recursos que elas captam no mercado, podendo atuar sem a intervenção do BACEN. As taxas de juros destas operações são pactuadas livremente entre as instituições e os tomadores, e dentre as principais modalidades de empréstimos com recursos livres, podemos citar: antecipação de faturas de cartão de crédito, aquisição de veículos, capital de giro, cartão de crédito (compras à vista ou parceladas), cheque especial e crédito pessoal (consignado e não consignado).

- Recursos direcionados: Neste formato, as instituições financeiras seguem as regras do CMN para proceder com as operações, e os recursos advêm de captações de poupança, depósitos à vista e fundos de programas públicos. O capital deve ser destinado a investimentos de médio e longo prazo nos setores de infraestrutura, rural, imobiliário, habitacional ou estudantil. Os principais produtos desta modalidade são financiamentos rurais, financiamentos imobiliários, financiamentos para infraestrutura, para a agroindústria, para fomento a exportações e capital de giro com fundos do BNDES e, por último, microcrédito.

⁶ Para mais informações, acessar <http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>

Nesse contexto, observando os dados de crédito do SGS, é possível identificar que as informações agregadas de saldo das operações, tanto em termos absolutos (valores em R\$ milhões) quanto em comparação percentual com o PIB, são as únicas que abarcam todo o período de análise do trabalho. Devido as últimas revisões feitas na metodologia do SGS, as outras bases de dados partem majoritariamente do ano de 2007, o que faz com que sua utilização não seja eficiente na dinâmica proposta. Desta forma, as análises que se seguem vão utilizar o saldo de crédito para comparar com as variações do PIB, pois além de ser a única base de dados que contém o intervalo de tempo que a análise necessita, ela inclui no seu montante as operações contratadas no segmento de crédito livre e também no segmento de crédito direcionado. Paula (2017) propõe uma análise do cenário de crédito brasileiro dividindo o período 2003-2016 em quatro fases: a primeira compreende os dados de 2003 a 2008, já a segunda vai de 2008 a 2011. A terceira fase abarca o período de 2012 a 2014 e a quarta fase avalia os anos de 2014 e 2016. Seguindo uma linha de raciocínio semelhante, este trabalho divide a análise em duas fases: a primeira inicia em 2003, junto com o primeiro governo de Luís Inácio Lula da Silva (Lula), e encerra em 2008 com o advento da crise financeira internacional. A segunda fase abarca os acontecimentos do pós-crise internacional de 2008 e vai até 2015, ano marcado pelo início do processo de impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff.

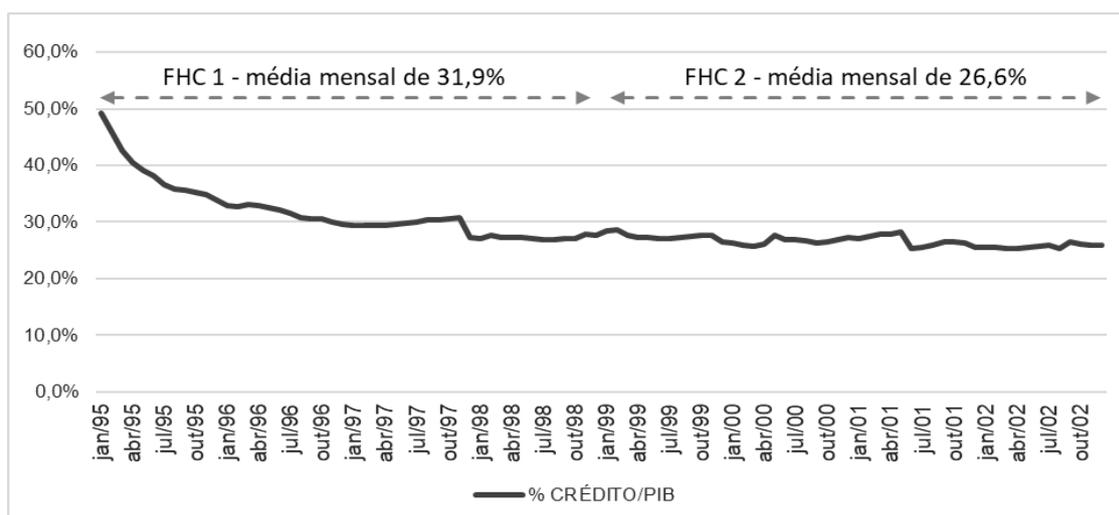
3.3.2 Primeira fase: do governo Lula à crise financeira internacional

O governo de Lula se inicia em um momento conturbado na economia brasileira. Havia uma forte desconfiança quanto às políticas que seriam adotadas, o que gerava um cenário de incertezas e redução de investimentos, consequentemente impactando o mercado de crédito de forma negativa. Para entender melhor este cenário, é preciso revisar os principais acontecimentos da gestão de FHC, pois eles impactam diretamente nos primeiros anos do governo Lula. Feita esta revisão, é possível avançar na análise do período 2003-2008.

3.3.2.1 Uma revisão do governo FHC

No primeiro mandato de FHC iniciado em 1994, a economia brasileira, em todos os aspectos, estava fortemente ligada ao cenário econômico internacional, muito em decorrência da implantação do Plano Real. As crises do México, em 1994 e 1995, da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, abalaram fortemente a economia brasileira, contribuindo negativamente para o desenvolvimento da oferta de crédito (Sant'anna *et al*, 2009). Já no triênio 1999-2001, fatores internos como a crise energética, a elevação da taxa básica de juros e a desconfiança sobre a adoção do Sistema de Metas de Inflação, aliados a fatores externos como a crise da Argentina e também a desaceleração da economia americana, foram cruciais para que o saldo da carteira de crédito mantivesse o ritmo de queda. O ano de 2002 foi marcado pela desconfiança sobre o processo eleitoral brasileiro, além de novas crises nos Estados Unidos e também conflitos no Oriente Médio, o que contribuiu novamente para que o mercado de crédito seguisse uma política conservadora e se mantivesse em queda (Vieceli, 2011).

Em linhas gerais, o que se pode perceber é que mesmo após alcançar certa estabilidade macroeconômica (principalmente em comparação com o período de 1970-1980), um ambiente de incerteza ainda cercava a economia brasileira, decorrentes tanto de instabilidades domésticas quanto de fatores internacionais. Temendo a retomada do processo inflacionário, o governo apostou em políticas de desincentivo ao consumo, de forma a controlar a demanda e manter a liquidez no sistema financeiro. Nesse sentido, o gráfico a seguir demonstra a trajetória do crédito no governo FHC:

Gráfico 1: Trajetória do crédito no governo FHC, em percentual do PIB (1995-2002)

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

No primeiro mandato de FHC, o crédito/PIB (em valores correntes) caiu de 33,8 p.p. em dez/1995 para 27,6 p.p. em dez/1998, o que significa uma brusca queda de 18,3%, ainda mais considerando que isso ocorreu em um curto espaço de tempo. Já no segundo mandato, a relação crédito/PIB apresentou certa estabilidade, mas ainda assim caiu de 26,5 p.p. em dez/1999 para 25,8 p.p. em dez/2002, o que representa uma queda de 2,6%. Se compararmos as médias de cada mandato, a relação crédito/PIB teve uma queda de 16,6%. Por outro prisma, se analisarmos o primeiro ano de governo e o encerramento do segundo mandato, a queda de 33,8 p.p. em dez/1995 para 25,8 p.p. em dez/2002 representa uma retração de 23,6% no crédito/PIB. Logo, independente da análise, é possível notar uma forte redução do crédito nesse período.

A passagem de 2002 para 2003 trouxe, além de um novo governo, um novo cenário de incertezas. Se por um lado a economia brasileira se encontrava agora em um novo patamar, com o nível de preços estável e uma ampla margem para trabalhar políticas de desenvolvimento econômico, por outro lado, o governo Lula deveria “[...] conter os desequilíbrios macroeconômicos gerados durante o governo FHC, notadamente, a dívida pública e os déficits em conta corrente, e os desequilíbrios sociais mais intensos [...]” (VIECELI, 2011, p. 50).

3.3.2.2 O governo Lula e a retomada do crédito

Após uma campanha política acirrada, Lula venceu sua primeira eleição após três tentativas frustradas (1989, 1994 e 1998). O SFN apresentou instabilidade durante o período eleitoral, demonstrando desconfiança dos agentes externos quanto a economia do Brasil. O dólar chegou perto dos R\$ 4,00 e a projeção da inflação para o ano seguinte chegava em 17%. Dentre os fatores que pesaram nessa situação, cabe destacar os reflexos da crise da Argentina e da crise energética no Brasil, situações ainda muito recentes na memória dos agentes econômicos (públicos e privados). Ainda, o fato de o novo presidente pertencer ao Partido dos Trabalhadores, historicamente um partido com discurso político que “assustava o mercado”, tornava mais difícil o início do mandato de Lula (Fligenspan, 2010).

Já nos primeiros meses, o governo tratou de se manifestar na intenção tranquilizar o mercado. Por meio da “Carta ao povo brasileiro”, Lula expôs as diretrizes do novo governo, reforçando que não haveriam mudanças drásticas na política econômica. Na prática, o Sistema de Metas de Inflação foi mantido e uma equipe econômica com um perfil pró-mercado foi montada, na esperança de retomar a confiança por parte dos agentes econômicos. Ainda, duas medidas importantes foram tomadas: a imposição de uma meta de superávit primário de 4,25% do PIB, e também uma nova elevação da taxa básica de juros, chegando ao nível de 26,5% em fevereiro daquele ano. Estas medidas tinham o objetivo de cumprir com acordos com o FMI firmados anteriormente e também controlar o processo inflacionário, iniciado no período de campanha eleitoral (Fligenspan, 2010).

Os primeiros 6 meses de governo trouxeram uma retração do crédito como proporção do PIB, uma vez que as atenções do governo estavam voltadas na retomada da confiança e controle da inflação. Já no segundo semestre de 2003, com a melhora da conjuntura econômica, houve importantes medidas governamentais que estimularam positivamente este segmento, tanto do lado da demanda quanto do lado da oferta. Segundo Fligenspan (2010), estas medidas só são possíveis em cenários de expectativas positivas em relação ao futuro, principalmente no que se refere a manutenção de empregos. Duas medidas tomadas merecem destaque:

- O anúncio de redução na taxa de juros, o qual dava sinais de uma flexibilização monetária por parte do Banco Central. A SELIC reduziu paulatinamente

neste ano, passando de 26,5% em fev/2003 para 16,5% em dez/2003 (Fligenspan, 2010);

- Com o intuito de estimular diretamente o mercado de crédito, o governo introduziu, através da Lei 10.820 de 2003, o crédito consignado com desconto em folha. Esta medida trouxe profundos impactos no segmento de crédito pessoal, possibilitando aos servidores públicos e aposentados do INSS o acesso ao crédito bancário com juros mais baixos, uma vez que esta operação trazia menores riscos aos credores devido as parcelas serem debitadas diretamente no contracheque. Para evitar o endividamento elevado dos tomadores, a modalidade prevê um limite de 30% do salário como teto das parcelas do empréstimo (Paula, 2017);

Esta última medida merece atenção especial devido ao seu impacto direto no novo cenário de crédito. A CEF e o BB foram cruciais nesta nova modalidade, e em 2004 ocorreram as primeiras operações de consignado por meio destes bancos. O segmento de crédito à pessoa física com recursos livres cresceu paulatinamente nos anos em que se seguiram, muito em decorrência da implantação do crédito consignado, o que pode ser visto a seguir:

Tabela 1: Segmento de crédito à pessoa física com recursos livres em percentual do PIB (2004-2010)

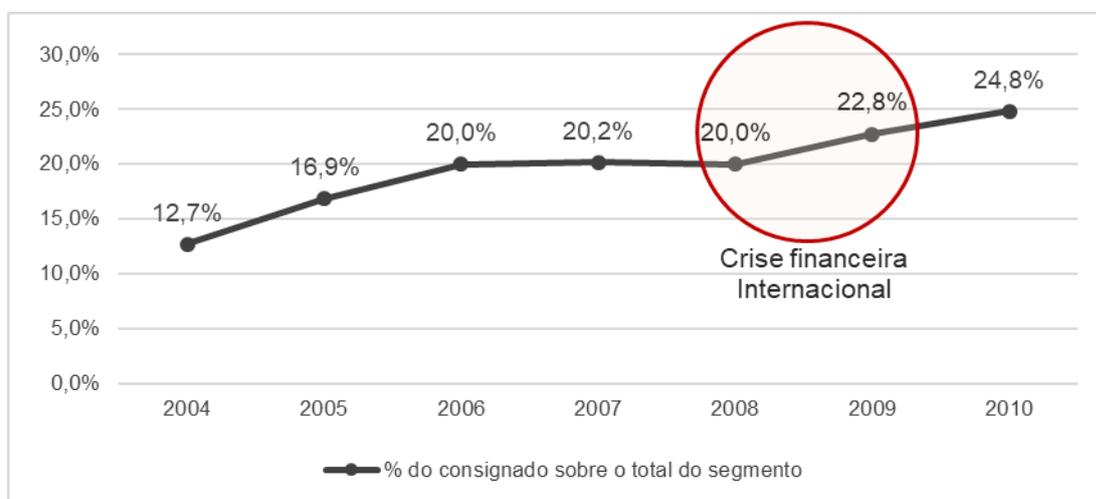
Período	Crédito Pessoal Consignado	Outras modalidades	Total do Crédito PF Rec. Livres
2004	0,9%	2,2%	7,1%
2005	1,5%	3,0%	8,9%
2006	2,0%	3,4%	10,0%
2007	2,4%	3,8%	11,9%
2008	2,6%	4,4%	13,0%
2009	3,3%	5,1%	14,5%
2010	3,7%	5,4%	14,9%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Mora, 2015

Através destes dados, é possível perceber uma maior participação do crédito consignado no segmento de crédito com recursos livres destinado a pessoas físicas. O consignado representava 0,9 p.p. do PIB em 2004 e passou a representar 3,7 p.p. em 2010, o que significa uma evolução de 311% (PIB em valores correntes). Em comparação com o total do segmento PF com recursos livres, o consignado passou de 12,7 p.p. em 2004 para 24,8 p.p. em 2010, o que significa que ele praticamente

dobrou ao longo do período. Nem mesmo a crise financeira internacional de 2008 conseguiu frear a expansão do crédito na modalidade consignado, conforme pode ser visto a seguir:

Gráfico 2: Percentual do crédito consignado em comparação com o total do crédito com recursos livres para pessoas físicas (2004 a 2010)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Mora, 2015

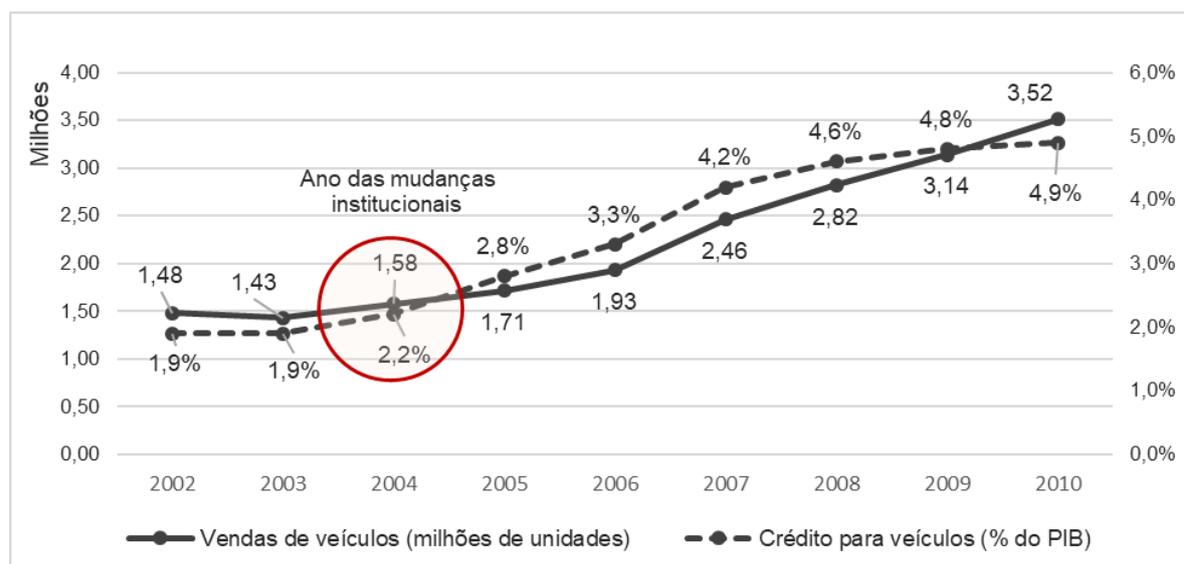
Segundo Sant'anna *et al* (2009), uma combinação de redução nas taxas dos empréstimos e alongamento dos prazos foi o que possibilitou a expansão do crédito no período, muito em decorrência da implantação do consignado. Além disso, Paula (2017) define como crucial a melhora no ambiente econômico brasileiro, pois um cenário com maior crescimento econômico, inflação controlada, dívida pública em declínio e baixa fragilidade ao ambiente internacional, certamente contribui para melhoras do segmento financeiro.

O segundo ano de governo teve um balanço positivo, com retomada da demanda doméstica, melhora no cenário de exportações e crescimento do quadro de investimentos. Quanto à taxa de juros, houve um receio quanto à aceleração da inflação em decorrência da flexibilização da política monetária, o que fez com que o Copom (Conselho de Política Monetária) elevasse a taxa de juros para 17,25% em novembro de 2004. Ainda assim, o saldo das operações de crédito seguiu uma trajetória positiva. O consignado ainda impactava nessa dinâmica de crescimento, mas outras duas medidas institucionais, tomadas nos anos de 2004 e 2005, deram força à expansão do crédito. A primeira consiste em alterações nos instrumentos de alienação fiduciária, através da lei 10.931 de 2004, simplificando o segmento de

crédito para aquisição de veículos e de imóveis. Já a segunda consiste na aprovação da nova Lei de Falências, a qual, conforme lei 11.101 de 2005, reduz o risco dos credores em casos de falências, impactando o segmento de empréstimos a pessoas jurídicas (Paula, 2017).

Segundo Mora (2015), dentre os impactos destas alterações, pode-se destacar um expressivo aumento no crédito para aquisição de veículos: em 2002, ele correspondia a 1,9 p.p. do PIB, passando para 2,2 p.p. do PIB no ano de 2004 – uma evolução de 15,8%. No final do governo Lula, em 2010, o percentual já estava em 4,9 p.p. do PIB, o que significa uma expansão de 123% em relação ao ano de 2004. Em decorrência das melhores condições de financiamento, houve neste mesmo período uma elevação de da venda de veículos (considerando automóveis, caminhões, ônibus e veículos comerciais leves), passando de 1.578 milhões de unidades em 2004 para 3.515 milhões em 2010. O gráfico a seguir demonstra o efeito das alterações institucionais no segmento de veículos:

Gráfico 3: crédito para veículos em percentual do PIB e vendas de veículos em milhões de unidades (2002 a 2010)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Mora, 2015

Temendo que a inflação não atingisse a meta proposta para o ano de 2005, as autoridades monetárias seguiram o ritmo de elevação da Selic. Em janeiro, a taxa foi elevada para 18,25%, chegando a atingir 19,25% em junho. Entretanto, em novembro, a Selic retrocedeu para 18,5%, uma vez que o governo entendeu que a inflação

observada vinha de outros fatores, sem relação direta com a flexibilização da política monetária (Vieceli, 2011). Mesmo com a volatilidade da Selic, o crédito seguiu seu ritmo de expansão, fechando o ano representando 27,9 p.p. do PIB.

O ano de 2006 seguiu o ritmo de redução gradual da taxa de juros, a qual atingiu o nível de 15,25% em junho e fechou o ano em 13,75%. Isso demonstrava que o governo estava disposto a manter a demanda aquecida, pois entendia que a inflação estava controlada e havia espaço para fomentar o crescimento econômico (Vieceli, 2011). O saldo das operações de crédito seguia crescendo e no final deste ano já correspondia a 30,4 p.p em relação ao PIB, a maior proporção registrada desde o ano de 1997.

Fazendo uma síntese do primeiro mandato de Lula, vê-se que foi um período de intenso trabalho no sentido de manter o controle na economia e recuperar a confiança, pois uma vez que o país já havia alcançado a estabilidade com o Plano Real, era o momento de crescer. A busca deste objetivo veio através de diversas políticas, tanto de incentivo ao consumo - como as mudanças no crédito citadas anteriormente, quanto de recuperação da massa salarial. A despeito destas medidas, cabe mencionar a valorização do salário mínimo e a implementação do Programa Bolsa Família, as quais tiveram um profundo impacto nas camadas mais baixas da população, fazendo com que o governo de Lula tivesse bons índices de aprovação. Mesmo os escândalos de corrupção, ocorridos em 2005 no núcleo central do governo, não tiveram poder para derrubar o seu prestígio. Sendo assim, Lula foi reeleito para seu segundo mandato nas eleições de 2006 (Fligenspan, 2010).

Segundo Fligenspan (2010), em 2007 a economia brasileira manteve os bons resultados dos anos anteriores. O PIB cresceu à taxa de 6,1%, a Selic encerrou o ano em 11,25% e o mercado de crédito seguia em expansão, atingindo R\$ 944 bilhões de reais de saldo total, o que significava 34,7 p.p. do PIB (em valores atuais). O governo lançou neste mesmo ano o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), um plano de investimentos em infraestrutura condicionado ao superávit primário. A ideia do PAC era diminuir os gargalos dos setores de energia, transporte, saneamento e habitação, os quais são fundamentais para o desenvolvimento da economia. Sobre o setor de habitação, cabe ainda mencionar a expansão no mercado imobiliário iniciada em 2007. Essa melhoria se deu em decorrência das melhores condições de financiamento e da elevação das fontes de crédito, as quais passaram de 2,4 p.p. do PIB, em 2007, para 5,1 p.p. em 2010 (Mora, 2015).

O ano de 2008 teve momentos distintos na economia brasileira. No encerramento do primeiro semestre, o saldo da carteira de crédito já havia crescido para R\$ 1.076 trilhão – uma evolução de 14,1% em comparação com dezembro de 2007. O PIB, por sua vez, atingiu o montante de R\$ 2.900 trilhões, o que significava um crescimento de 6,6% ante a dezembro do ano anterior. Entretanto, a crise do *subprime* deflagrada no início do segundo semestre frustrou as expectativas de um governo tranquilo, quebrando o ciclo de crescimento verificado na economia até então.

Uma das primeiras consequências da crise foi a escassez de crédito no mercado privado. No segmento de crédito com recursos livres, por exemplo, os bancos privados elevaram as taxas de juros, passando de 35% ao ano em 2007 para mais de 40% ao ano em 2008. Este comportamento traduz uma necessidade de elevar o prêmio pelo risco, uma vez que as expectativas quanto ao rumo da economia estavam incertas (Sant’anna *et al*, 2009). Paula (2017) cita um “empçoamento” de liquidez no mercado interbancário, decorrente das incertezas sobre o futuro da economia e também da necessidade de obter fundos financeiros, de modo a cobrir as perdas decorrentes das operações cambiais. De todo modo, o que se viu foi uma retração do mercado voluntário de crédito privado.

Para combater a crise financeira, o governo adotou medidas contracíclicas no âmbito do segmento financeiro. Através do BB, CEF e BNDES, as carteiras de crédito com recursos livres e recursos direcionados foram fortemente expandidas, pois dessa forma era possível substituir o espaço deixado pelos agentes privados e também manter um nível de consumo suficiente, sustentando a economia durante a crise. Segundo Paula (2017, p.15), as medidas adotadas pelo governo, “[...] favorecidas por um contexto internacional benigno (novo boom de commodities e aumento nos fluxos de capitais), foram bem-sucedidas para a economia brasileira se recuperar já a partir de meados de 2009”. Logo, pode-se dizer que

em termos macroeconômicos, as mudanças na legislação e a decisão do governo de utilizar bancos públicos federais de modo anticíclico oxigenaram um mercado ávido por crédito e criaram espaço adicional para a trajetória de crescimento da economia, puxada pela demanda agregada. (MORA, 2015, p. 28)

Portanto, considerando o potencial devastador que o início da crise tinha sobre a economia brasileira, o ano de 2008 se encerrou com um saldo positivo, atingindo

inclusive um crescimento de 5,1% no produto. O crédito, puxado principalmente pela modalidade de recursos direcionados, chegou a 39,7 p.p. do PIB, o que demonstra a eficiência da postura anticíclica adotada pelo governo.

Fazendo um apanhado geral, é perceptível o quanto a economia brasileira evoluiu entre 2003 e 2008, ainda mais se compararmos com o ano de 2002, conforme demonstrado na tabela a seguir:

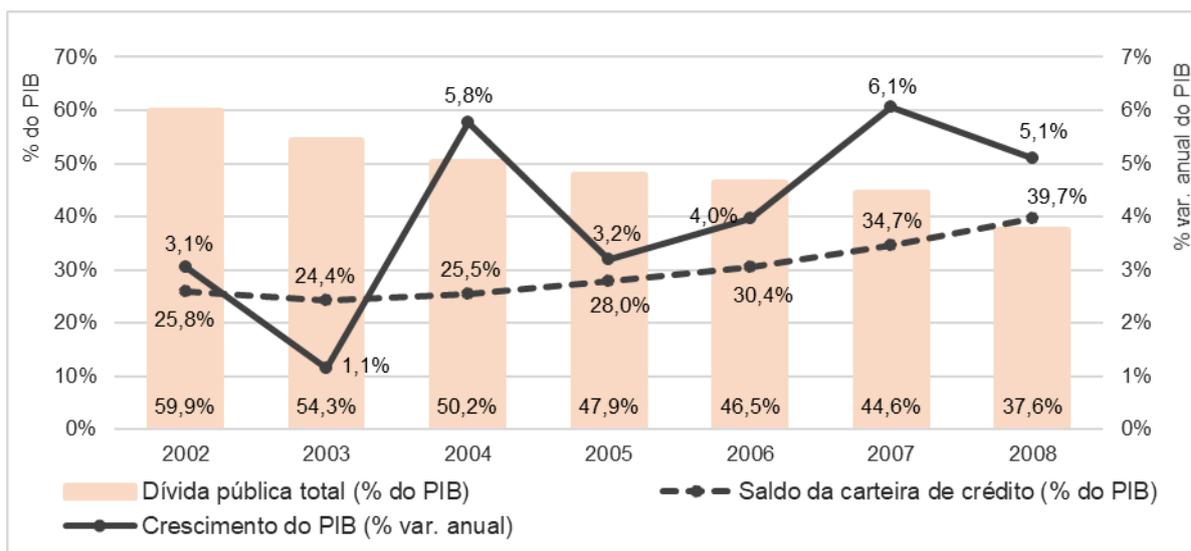
Tabela 2: Indicadores selecionados da economia brasileira (2002-2008)

Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Indicadores relacionados ao PIB							
Crescimento do PIB (% var. anual)	3,1%	1,1%	5,8%	3,2%	4,0%	6,1%	5,1%
Saldo da carteira de crédito (% do PIB)	25,8%	24,4%	25,5%	28,0%	30,4%	34,7%	39,7%
Dívida pública total (% do PIB)	59,9%	54,3%	50,2%	47,9%	46,5%	44,6%	37,6%
Indicadores monetários							
Taxa Selic meta (média % ao ano)	25,0%	16,5%	17,8%	18,0%	13,3%	11,3%	13,8%
Inflação acumulada ao ano (IPCA)	11,9%	9,0%	7,4%	5,6%	3,1%	4,4%	5,8%
Indicadores socioeconômicos							
Índice do Emprego Formal (dez/2001 = 100)	103,5	106,5	114,7	121,9	129,0	137,9	145,7
Salário mínimo em R\$	R\$ 200	R\$ 240	R\$ 260	R\$ 300	R\$ 350	R\$ 380	R\$ 415

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN ⁷

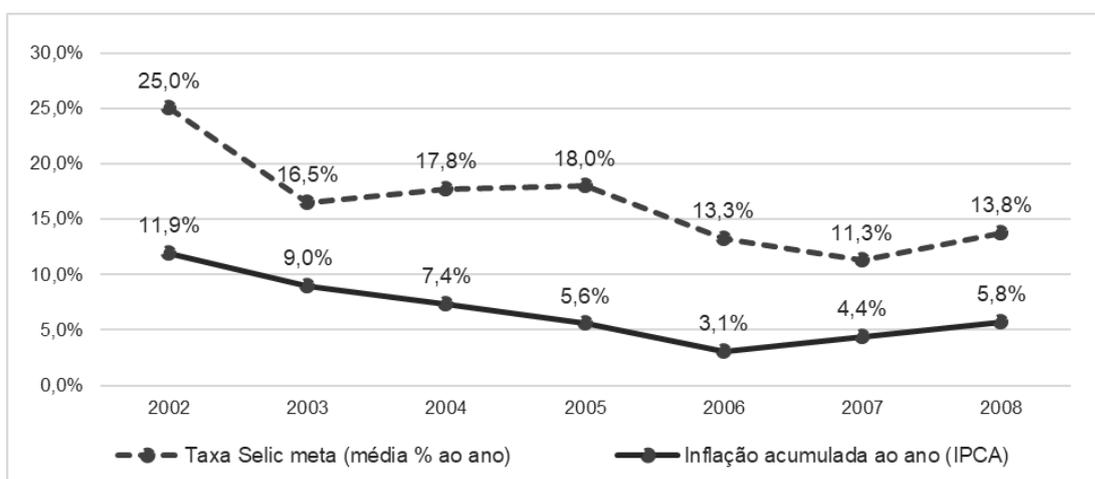
Durante o segundo mandato de FHC (1999 a 2002), o PIB teve um crescimento real médio de 2,3% ao ano. Analisando a tabela acima, verifica-se que entre 2003 e 2008 essa taxa foi de 4,2%, uma média 80% maior. A dívida pública, por sua vez, passou de 59,9% do PIB em 2002 para 37,6% em 2008, o que representa uma redução de 37%. Já o saldo de crédito expandiu de 25,8% para 39,7% do PIB, o que significa uma variação positiva de 53,8% (considerando o crescimento nominal do PIB). No gráfico a seguir, é possível acompanhar a evolução destes indicadores:

⁷ Para mais informações, acessar <http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>.

Gráfico 4: Indicadores selecionados com relação ao PIB (2002-2008)

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

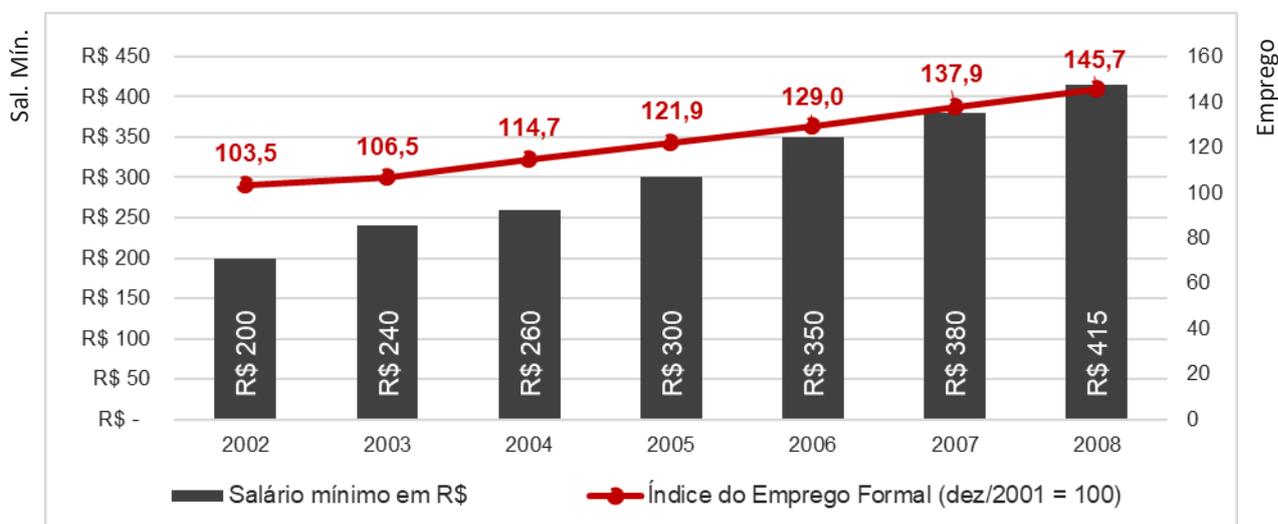
No que tange aos indicadores monetários, igualmente é possível ver um cenário de melhora. A taxa Selic, que apresentou uma média anual de 25% em 2002, atingiu 13,8% em 2008, o que significa uma queda de 45%. A inflação que era 11,9% em 2002 chegou a atingir 3,1% em 2006, o menor índice desde 1998, quando fechou o ano em 1,6%. Os dois anos seguintes tiveram uma pequena aceleração da inflação, muito em face da crise financeira instaurada no ano de 2008. Porém, em nenhum momento o nível de preços chegou a patamares semelhantes ao período anterior a 2003. Abaixo, é possível visualizar o comportamento da inflação e da taxa de juros:

Gráfico 5: Indicadores monetários selecionados (2002-2008)

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

Por fim, não se pode deixar de mencionar a evolução do nível de emprego e a valorização do salário mínimo, os quais tiveram grande peso na redução da pobreza e da desigualdade no Brasil neste intervalo de tempo (Fligenspan, 2010). O Índice de Emprego Formal⁸ fechou o ano de 2008 em 145,7, o que representa uma evolução de 40,8% em comparação com o valor de 2002, que era 103,5. O salário mínimo, por sua vez, teve uma valorização de 107,5%, ficando acima da inflação acumulada entre 2002 e 2008, que foi 47% – ou seja, uma valorização real de 60,5%. Ambas as variações, em conjunto da expansão do crédito, foram fundamentais na dinâmica de crescimento da atividade econômica que se deu no período. Além disso, a melhora destes indicadores ajudou a “[...] elevar o rendimento médio real dos trabalhadores formais em 21,3% durante o Governo Lula (FLIGENSPAN, 2020, p.15). O gráfico a seguir ilustra o comportamento dos dados socioeconômicos informados na tabela 2:

Gráfico 6: Indicadores socioeconômicos selecionados (2002-2008)



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

⁸ O índice do emprego formal é um indicador da ocupação no mercado de trabalho formal ao longo do tempo, fornecido pelo BACEN e calculado a partir do estoque de empregos formais segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados do Ministério do Trabalho – Caged. Para mais informações, acessar <http://pdet.mte.gov.br/o-que-e-caged>.

3.3.3 Segunda fase: Da crise internacional à consolidação da crise econômica brasileira

Conforme visto na seção anterior, os anos de 2003 a 2008 foram de retomada da confiança e do crescimento na economia brasileira. O segmento bancário expandiu fortemente as operações de crédito, o que foi possível em decorrência de um cenário de evolução do PIB, elevação da massa salarial, do nível geral de empregos e redução gradativa da Selic, a qual passou de 26,5% em 2003 para 13,75% no final de 2008. Mesmo com falência do Lehman Brothers e a iminência da crise, a economia brasileira sofreu impactos relativamente baixos, muito aquém do que era esperado (Paula, 2017).

Já nos primeiros meses de 2009, a crise financeira se aprofundou ainda mais no cenário internacional. Nos EUA, Espanha e Alemanha, por exemplo, o PIB recuou, respectivamente, 2,4%, 3,6% e 5%. O produto brasileiro também teve queda no início daquele ano, mas na proporção de apenas 0,2% (Vieceli, 2011). Devido à crise, as empresas do setor privado restringiam o acesso ao crédito, o que denunciava o receio quanto ao futuro da economia. Para compensar a situação, o governo seguiu usando os bancos públicos para fomentar empréstimos e financiamentos, o que fez com o que o setor mantivesse o seu ritmo de expansão. Com isso, no ano de 2009, o saldo total das operações creditícias passou a 42,6 p.p. do PIB, o que representa uma expansão de 7,4% ante a 2008. Segundo Dieese (2014), esta expansão foi puxada pela modalidade de recursos direcionados, a qual cresceu 21,6% em termos reais no ano de 2009. Mora (2015) argumenta ainda que dentro do crédito direcionado, podemos destacar a linha de recursos imobiliários como sendo a responsável por esta expansão, tendo evoluído de 3,1 p.p do PIB em 2008 para 4,0 p.p. em 2009.

Ainda sobre 2009, outro ponto que merece destaque foi a redução da taxa Selic, a qual finalizou o ano de 2009 em 8,75%. O governo tomou esta medida para tentar estimular a recuperação econômica, mas, de acordo com Almeida (2010), esta mudança ocorreu de forma tardia, pois há um intervalo de tempo entre as variações na taxa de juros e o seu efeito na economia. Logo, é possível que a redução da Selic tenha contribuído não como um fator primordial, mas como um processo secundário na recuperação.

Passado o pior momento da crise financeira, já no início de 2010 os bancos privados começaram a expandir novamente as suas carteiras de crédito. As empresas

acreditavam que a crise havia sido superada e que o Brasil entraria em um novo ciclo de crescimento. Dessa forma, a retomada da confiança por parte do empresariado gerava grandes expectativas quanto à retomada do crescimento (Paula, 2017). Entretanto, a passagem do primeiro para o segundo trimestre ocorreu em um cenário de mudança das expectativas dos agentes, ocorrida principalmente pela mudança de comportamento do governo, o qual cessou a política anticíclica adotada durante a crise. Havia-se um receio quanto a um aquecimento excessivo da demanda, o que poderia gerar pressões inflacionárias. Logo, foram retiradas isenções tributárias que estimulavam o consumo, *vis a vis* uma elevação da Selic para 9,5% em abril. Além disso, outros dois fatores contribuíram para uma desaceleração do crescimento da economia nos primeiros meses do ano: em primeiro lugar, instaurava-se um cenário de incerteza em virtude da corrida eleitoral que viria a iniciar dentro de poucos meses, e em segundo lugar,

[...] a expectativa dos agentes pelas mudanças na orientação das políticas do governo somada à realização da Copa do Mundo durante o mês de junho acabaram gerando alguma antecipação das decisões de consumo, o que contribuiu ainda mais para retrainer o crescimento no segundo trimestre. (IPEA, 2010, p.5)

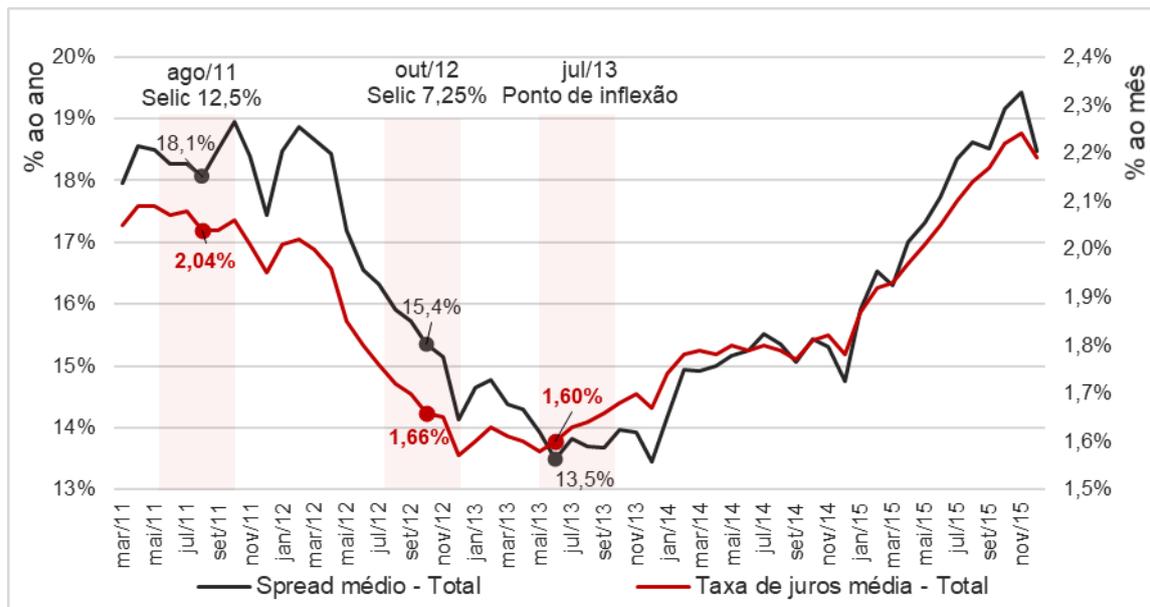
Ao longo do segundo semestre os resultados econômicos continuaram positivos. Ainda que importantes fatores de estímulo ao consumo não estivessem mais disponíveis, “[...] a demanda interna continua refletindo a melhora dos níveis de confiança dos agentes econômicos, sustentada pelo tripé *emprego-renda-crédito*” (IPEA, 2010, p.6). Dessa maneira, o ano se encerrou com um cenário muito positivo na economia brasileira: O PIB cresceu 7,5% - o melhor resultado desde 1986, e o saldo de crédito/PIB subiu para 44,1 p.p do PIB, uma evolução de 3,4% frente a 2009. Entretanto, a inflação fechou 2010 em 5,9%, um nível 37% maior que o do ano anterior. Devido a isso, o BACEN adotou medidas macroprudenciais ao final de 2010, a fim de conter a liquidez interna e uma possível escalada da inflação, por meio do controle do crédito (Paula, 2017). Refletindo essa postura conservadora do BACEN, a Selic encerrou o ano 10,75%.

Devido aos resultados positivos obtidos na gestão do presidente Lula, a corrida eleitoral de 2010 se encerrou com a vitória de Dilma Rousseff, candidata do Partido dos Trabalhadores. Sendo assim, o ano de 2011 se iniciou com boas perspectivas

para a economia, as quais foram reforçadas pelo governo Dilma em agosto, com o lançamento do plano Brasil Maior. O comércio varejista manteve o consumo aquecido e, mesmo com a estagnação do crédito privado (em decorrência das medidas de controle adotadas em 2010), os bancos públicos seguiam mantendo uma boa oferta de crédito, porém com uma configuração diferente: menos foco no consignado e nos financiamentos para aquisição de veículos e mais crédito para capital de giro (Paula, 2017). Além disso, os projetos de infraestrutura demandados pelas obras das Olimpíadas, Copa do Mundo e Pré-Sal seguiam mantendo o setor de construção civil em alta, o que também contribuiu para manter o consumo elevado (IPEA, 2011). Sendo assim, o mercado de trabalho em alta e a demanda aquecida fizeram com que a inflação mantivesse uma trajetória ascendente, atingindo o patamar de 6,5% a.a. em dezembro, o que justificou as constantes elevações na taxa de juros (havia chegado a 12,25% em julho, mas encerrou o ano em 11%). A relação crédito/PIB não chegou a refletir o comportamento conservador dos bancos privados, e com o auxílio dos bancos públicos, evoluiu de 44,1 p.p do PIB em 2010 para 46,5 p.p. em 2011. O PIB, por sua vez, cresceu 4% naquele ano, o que apesar de ser um número muito inferior ao atingido em 2010, se configura em um bom resultado.

Em 2012 havia-se uma perspectiva de manutenção da redução da Selic, de revisão das medidas macroprudenciais e de redução dos spreads bancários, o que poderia contribuir positivamente para uma nova aceleração da atividade econômica (o que, de fato, era o principal objetivo do governo). Na prática, estas medidas foram amplamente adotadas pelo governo: a CEF e o BB reduziram o custo das suas operações, ao passo que o Bacen manteve cortes regulares na taxa de juros, chegando a 7,25% em outubro. O que se pretendia com estas alterações era que os bancos privados, de modo a manter o nível de competitividade, reduzissem os juros dos empréstimos, facilitando as concessões e estimulando a atividade econômica. Entretanto, estas medidas não surtiram o efeito desejado na economia, tendo sido classificadas pelo mercado como “redução de juros na marra” (Paula, 2017). A repercussão destas medidas acabou elevando o spread médio e a taxa de juros média das operações, conforme pode ser visto a seguir:

Gráfico 7: Spread médio das operações de crédito (percentual ao ano) e taxa de juros média das operações de crédito (percentual ao mês) - (mar/2011 a dez/2015)



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

Inicialmente, a política de redução da Selic, iniciada em agosto de 2011, teve sucesso em reduzir o custo das operações: a taxa de juros mensal média decaiu 18,6% e o spread anual médio recuou 15%. Porém a partir do segundo semestre de 2012, a mudança nas expectativas dos agentes, aliada ao descrédito quanto a manutenção das Selic a níveis tão baixos, fez com que ambos os indicadores voltassem a subir, inclusive ultrapassando os valores registrados no início do período. Como consequência, o nível de atividade ficou muito aquém do esperado para aquele ano, com o PIB crescendo 1,9% e a inflação acumulada no ano em 5,8%. Apesar do fraco desempenho da economia, o saldo total das operações de crédito se elevou para 49,2 p.p. do PIB, puxado principalmente pelas instituições financeiras públicas.

O ano de 2013 manteve a mesma tendência dos anos anteriores: oferta escassa no crédito privado e compensação vinda do setor público, com destaque para o capital de giro. Ao longo do primeiro trimestre, as empresas nutriam esperanças de um crescimento no mercado interno, pois até então, o varejo era o responsável por manter o consumo aquecido. Todavia, a partir de abril a taxa básica de juros passou a evoluir novamente, atingindo a faixa de 10% em novembro. Como consequência, “[...] os spreads mudam de tendência e iniciam uma verdadeira escalada, em especial, nas operações com pessoas físicas” (Paula, 2017, p.22). Apesar da queda potencial no consumo, o desempenho econômico atingiu níveis satisfatórios, crescendo 3% em

relação a 2012. Dois fatores que contribuíram nesta evolução foram o mercado de trabalho aquecido – o qual apresentava uma taxa de desemprego de apenas 7,0% segundo a PNAD, e também uma inflação a níveis controlados, com um patamar de 5,9% ao ano. Outro fator que merece destaque foi a manutenção da relação crédito/PIB em alta, a qual já havia superado 50% em agosto, sendo o maior nível desde 1995.

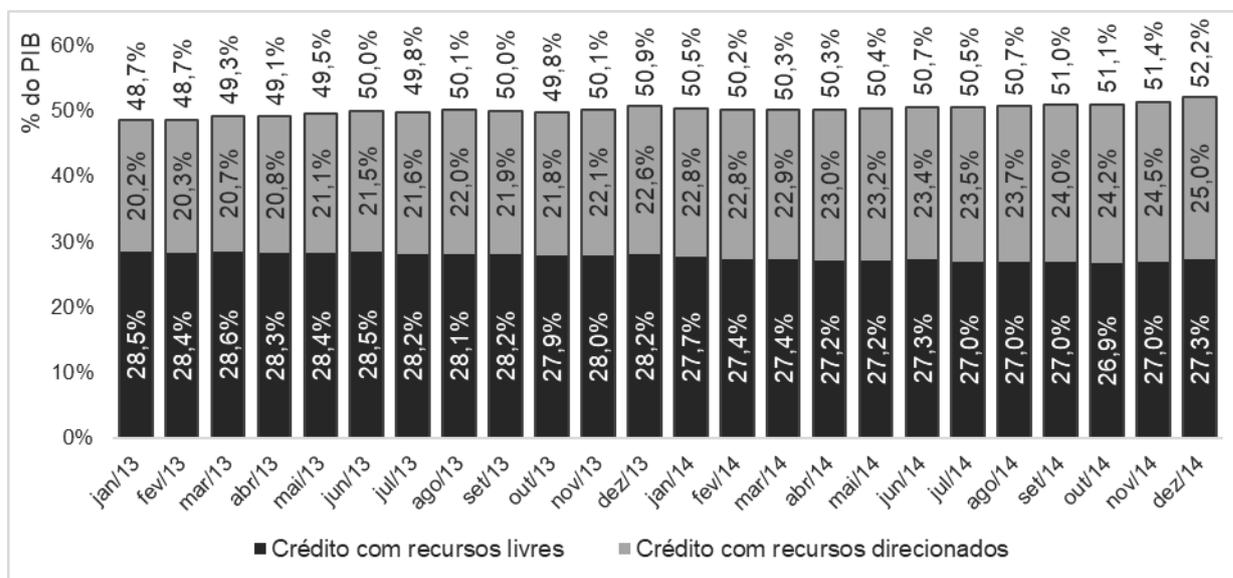
A partir de 2014 a economia brasileira entrou em um processo recessivo que iria perdurar por pelo menos três anos. Este período, conforme Dieese (2018, p.2),

[...] foi marcado por mudanças importantes na economia do país, com desaceleração do crescimento do PIB, em 2014, e forte recessão a partir de 2015, acompanhadas pela rápida e intensa elevação da taxa de desemprego. Nesse cenário de dificuldades econômicas para as empresas e as famílias, o crédito também passou por uma inflexão e, após 2014, apresentou dinâmica bem diferente da observada anteriormente, com baixa ampliação e redução do saldo de empréstimos.

No início do ano, o governo já dava sinais de preocupação com a aceleração da inflação, motivo pelo qual a taxa básica de juros seguiu sendo elevada, até chegar a 11%, em abril. Neste momento, a inflação acumulada já estava em 2,8%, o que preocupava os agentes econômicos. Como causa desta nova dinâmica, Barbosa Filho (2017) destaca três acontecimentos no cenário econômico doméstico: o esgotamento da Nova Matriz Econômica, iniciada em 2011; a deterioração das contas públicas, decorrente dos estímulos fiscais concedidos nos anos anteriores, e; a política de controle de preços, a qual gerou diversos problemas nos setores de combustíveis e energéticos. Dieese (2018) cita outros fatores, como o início da operação Lava Jato, em março de 2014, e o cenário internacional desfavorável, o qual apresentou queda do preço do petróleo no segundo semestre e também uma perspectiva de aumento dos juros por parte do Fed. O que se observou ao longo do ano foi a confirmação das expectativas: o PIB cresceu apenas 0,5%, com uma inflação 6,4% e a Selic em 11,75%. A dívida pública encerrou o ano em 32,6% do PIB, o que significa um acréscimo de 9,3% em relação ao ano anterior. O único indicador que se manteve em ritmo de expansão foi o saldo total das operações de crédito, o qual seguia seu ritmo acelerado e fechava o ano em 52,2 p.p. do PIB (Paula, 2017). Seguindo a tendência dos anos anteriores, a modalidade de crédito com recursos direcionados seguiu

ganhando importância, passando a representar 47,8% do saldo total, conforme a seguir:

Gráfico 8: Saldo total da carteira de crédito em p.p. do PIB e sua composição: recursos livres x recursos direcionados (2013-2014)



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

Para tentar conter a crise, a partir de 2015 o governo apostou em um novo modelo de gestão. Com a indicação de Joaquim Levy para assumir o Ministério da Economia, buscava-se uma ampla política de austeridade fiscal e controle dos gastos públicos, com foco em redução de subsídios, busca de superávits primários e liberação do controle sobre os preços administrados (a citar o preço do petróleo e da energia elétrica). As medidas foram bem recebidas pelo público em geral, mas não se refletiram e uma retomada da confiança por parte dos empresários (Paula, 2017).

O nível de preços seguia a tendência de alta, fechando o primeiro semestre no patamar acumulado de 6% – praticamente o mesmo valor de todo o ano anterior. Numa tentativa de frear este processo, a Selic já havia sido elevada em todas as reuniões do Copom, e se encontrava em 13,75%. Os bancos públicos agiram em prol de conter o consumo, reduzindo suas operações de crédito e aumentando a sua provisão para devedores duvidosos, pois entendia-se que o nível de inadimplência iria subir nos próximos meses. Esta última medida foi facilitada pelo desaquecimento da demanda por crédito, em face de um claro contexto de crise (Paula, 2017).

O segundo semestre do ano consolidou o cenário recessivo na economia brasileira. A inflação disparou ainda mais, fechando o ano a 10,7%, ao passo que a taxa básica de juros já se encontrava em 14,25%. A taxa de desemprego subiu mais de 3 p.p em relação a 2014, ultrapassando a casa dos 9%. Aliado a isso, a deterioração dos termos de troca, a crise hídrica, a desvalorização cambial e a crise política instaurada a partir da Lava Jato contribuíram para que o PIB tivesse uma retração real de 3,55% em 2015. Os bancos privados, temerosos quanto ao rumo incerto da economia, passaram a alocar seus recursos em ativos mais líquidos, encurtar o prazo médio das operações de crédito e selecionar de forma mais criteriosa a concessão de novos empréstimos. Esta atitude conservadora foi, ao mesmo tempo, causa e consequência do aprofundamento da crise (Paula, 2017). De todo modo, mesmo com o cenário desfavorável, o saldo total de operações chegou a ter uma pequena elevação, passando a representar 53,9 p.p. do PIB ao final de 2015.

Chegando ao fim do capítulo, é oportuno fazer uma análise geral dos indicadores econômicos do período 2009-2015, de modo a agrupar as principais informações e criar uma visão sistêmica sobre o período. A tabela a seguir traz uma síntese dos principais indicadores, seguindo a mesma avaliação feita no final do capítulo anterior:

Tabela 3: Indicadores selecionados da economia brasileira (2009-2015)

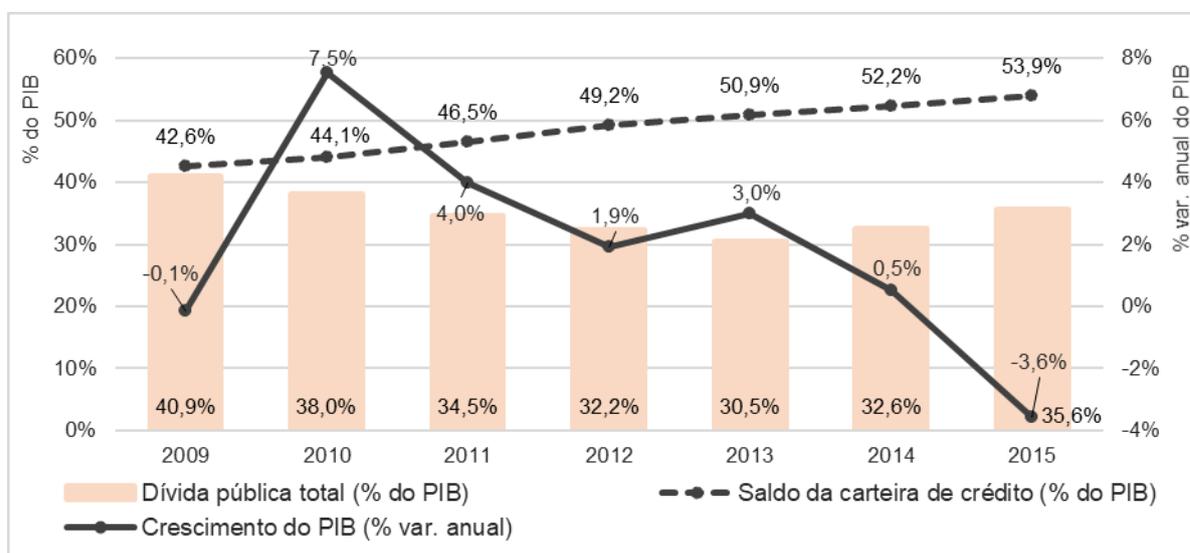
Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indicadores relacionados ao PIB							
Crescimento do PIB (% var. anual)	-0,1%	7,5%	4,0%	1,9%	3,0%	0,5%	-3,6%
Saldo da carteira de crédito (% do PIB)	42,6%	44,1%	46,5%	49,2%	50,9%	52,2%	53,9%
Dívida pública total (% do PIB)	40,9%	38,0%	34,5%	32,2%	30,5%	32,6%	35,6%
Indicadores monetários							
Taxa Selic meta (média % ao ano)	8,8%	10,8%	11,0%	7,3%	10,0%	11,8%	14,3%
Inflação acumulada ao ano (IPCA)	4,3%	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%
Indicadores socioeconômicos							
Índice do Emprego Formal (dez/2001 = 100)	152,2	164,2	173,5	179,8	185,1	187,0	179,9
Salário mínimo em R\$	R\$ 465	R\$ 510	R\$ 545	R\$ 622	R\$ 678	R\$ 724	R\$ 788

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

Neste intervalo de sete anos, o PIB real cresceu a uma média de 1,9% a.a. Ainda que o crescimento médio do período 2003-2008 tenha sido superior, deve ser levado em conta que neste intervalo mais recente a economia brasileira passou por dois momentos recessivos e, mesmo assim, conseguiu obter resultados muito

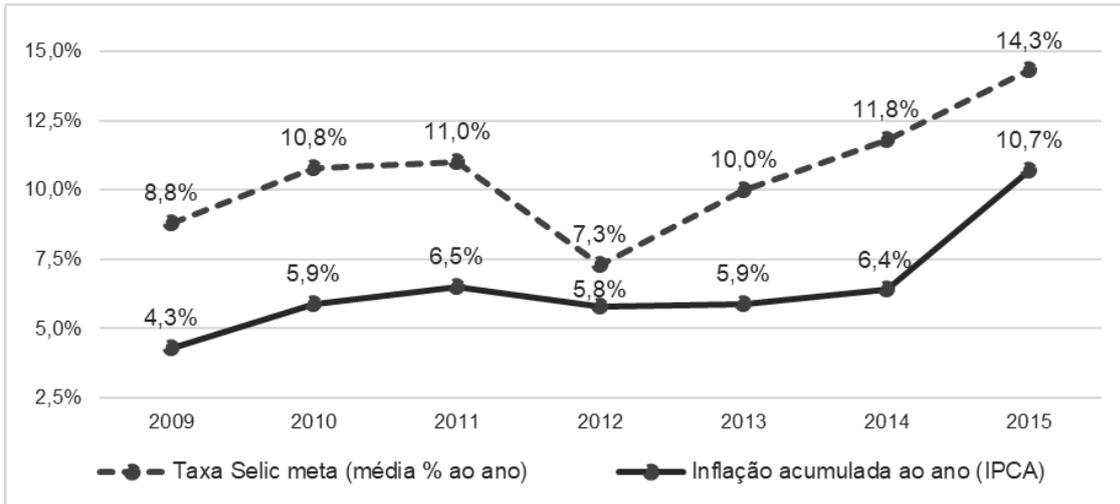
satisfatórios nos anos de 2010 e 2011, por exemplo. A dívida pública, por sua vez, manteve uma trajetória descendente em relação ao PIB até o ano de 2013, quando atingiu seu menor nível, se elevando nos dois anos seguintes devido ao contexto de crise. O indicador de crédito/PIB seguiu em expansão durante todo o período, atingindo o seu maior patamar desde a década de 1990. Apesar de aparentemente haver uma relação inversa entre o crédito e o crescimento do PIB, ao olharmos atentamente, nota-se que ambos cresceram a taxas positivas em todo o período, à exceção do PIB em 2009 e 2015. Sobre este indicador, é importante reforçar que ele é medido em termos do PIB nominal a preços do ano corrente, e não sobre o PIB real, o qual é medido sempre a preços do ano anterior (dado obtido através do deflator implícito). O gráfico a seguir demonstra a variação destes indicadores:

Gráfico 9: Indicadores selecionados com relação ao PIB (2009-2015)



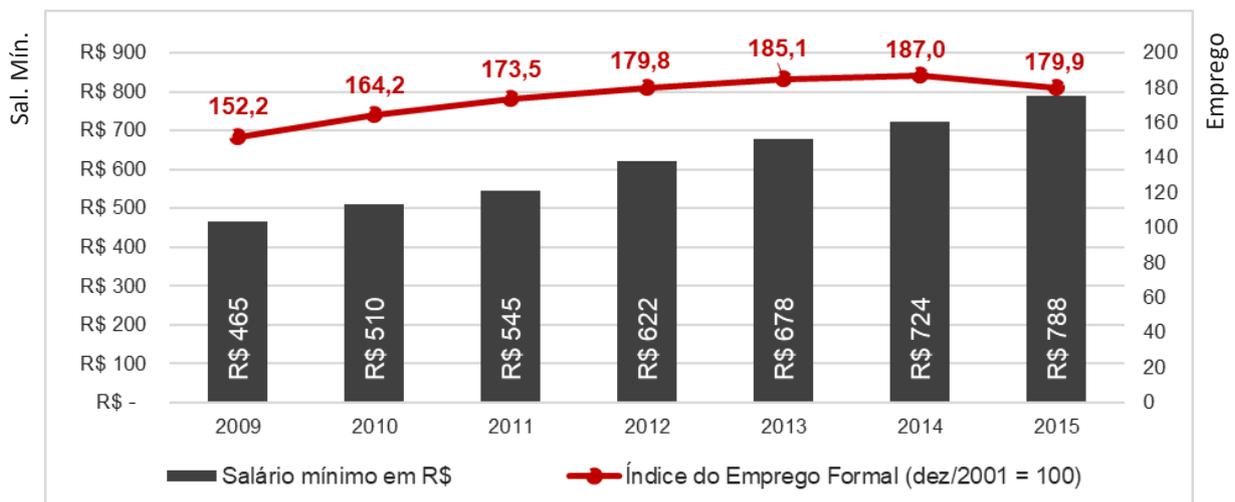
Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

A inflação média do período foi de 6,5% a.a., um patamar levemente superior aos 5,8% observados entre 2003 e 2008. Se excluirmos da análise a inflação de 2015, ano da deflagração da crise brasileira, a média seria exatamente a mesma do período anterior. Já a média da taxa básica de juros anualizada foi de 10,6%, o que se configura um bom resultado se compararmos com a média observada entre 2003 e 2008, que foi de 15,1%. Abaixo, é possível observar a dinâmica do comportamento dos indicadores monetários:

Gráfico 10: Indicadores monetários selecionados (2009-2015)

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

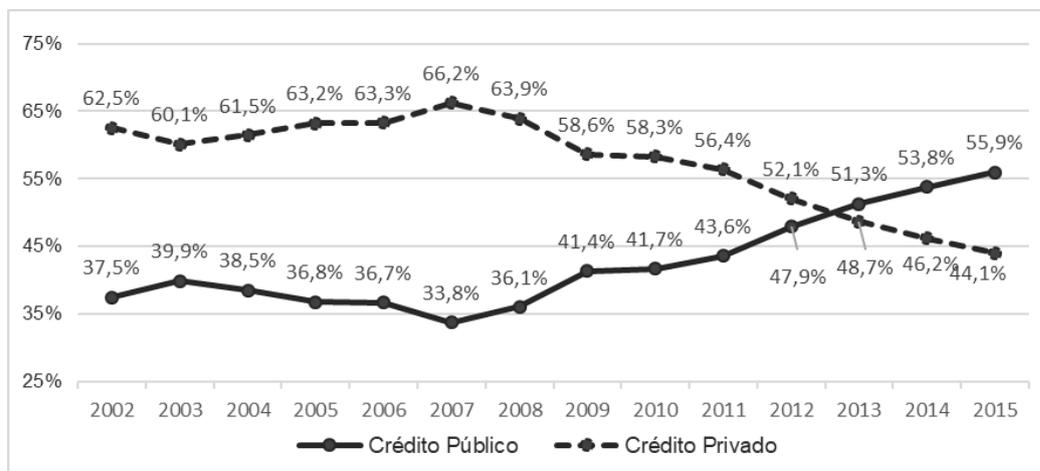
O índice de emprego formal teve dois momentos distintos: iniciou com uma tendência de alta, evoluindo 22,9% entre 2009-2014, passando a apresentar uma queda no ano de 2015, quando retrocedeu para 179,9, o que significa 3,8% de redução em relação ao ano anterior. Já o salário mínimo manteve seu ritmo de valorização: aumentou 89,9% em relação a 2008 e, descontando a inflação acumulada, obteve um crescimento real de 44,4%. Apesar de ser um número inferior aquele apresentado no intervalo de 2003 a 2008, se configura como um ponto positivo dos governos Lula e Dilma, pois apesar dos dois momentos de crise vivenciados, não houve perda da massa salarial. A seguir, é observar com mais clareza a trajetória do nível de desocupação e de renda no período 2009-2015:

Gráfico 11: Indicadores socioeconômicos selecionados (2009-2015)

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

Nota-se que apesar dos diversos momentos de instabilidade no cenário interno e externo, a economia brasileira obteve importantes conquistas entre os anos 2003 e 2015. Por um lado, a estabilização macroeconômica advinda do Plano Real foi mantida, com uma gradativa redução da inflação e recuperação do poder de compra. Por outro lado, o nível de atividade econômica apresentou uma média de crescimento de 2,96% ao ano. Como causa e também consequência deste cenário, o mercado de trabalho seguiu aquecido ao longo dos anos, assim como a massa salarial, a qual teve uma grande valorização real no período. Analisando por um outro prisma, pode-se dizer que o SFN também foi muito importante nesse quadro econômico. Nessa linha, o gráfico abaixo faz uma comparação entre o crédito público e privado no período:

Gráfico 12: Crédito Público x Privado em proporção do crédito total (2002-2015)



Fonte: Elaborado pelo autor. Dados do SGS do BACEN

Verifica-se a partir do gráfico uma tendência de crescimento do financiamento de origem pública, principalmente no período pós crise internacional em 2008-2009 e também após o ano de 2012. Em ambos os momentos, o governo incentivou o crédito público para compensar a escassez de crédito privado (Paula, 2017).

Por fim, notou-se que o PIB real, apesar de apresentar queda no ritmo de crescimento a partir de 2010 e retração em 2009 e 2015, manteve um crescimento médio positivo no período. Por sua vez, o PIB nominal, medido a preços correntes, cresceu constantemente entre 2003 e 2015, assim como o saldo total de crédito. Logo, há indícios de que o crédito impactou no crescimento nominal do PIB neste período, e esta hipótese será testada no próximo capítulo.

4 IMPACTOS DA EXPANSÃO DO CRÉDITO NO CRESCIMENTO DO PIB

Ao longo do terceiro capítulo, foram analisados empiricamente diversos indicadores da economia brasileira entre 2003 a 2015. Após concluir os estudos, foi possível perceber algumas evidências de que o crédito teve um papel ativo na evolução do PIB. Contudo, para poder aceitar a hipótese de que o crédito tem influência direta no PIB, se faz necessário uma avaliação mais profunda, com referencial estatístico relevante e que respalde as afirmações contidas no trabalho.

Diante disso, o presente capítulo vai proceder com uma investigação sobre o grau de influência que o crédito teve no PIB nominal brasileiro entre 2003 e 2015. Para isso, servem como referências o manual de econometria básica de Gujarati (2011), e também o trabalho sobre influência do crédito no crescimento econômico de Galeano e Feijó (2012). Este último, ainda que seja direcionado a uma avaliação de nível regional, serve como base para as conclusões a que se pretende chegar. Por fim, os testes serão realizados via software estatístico Gretl, utilizando basicamente os mesmos dados utilizados no capítulo anterior, retirados do SGS do BACEN.

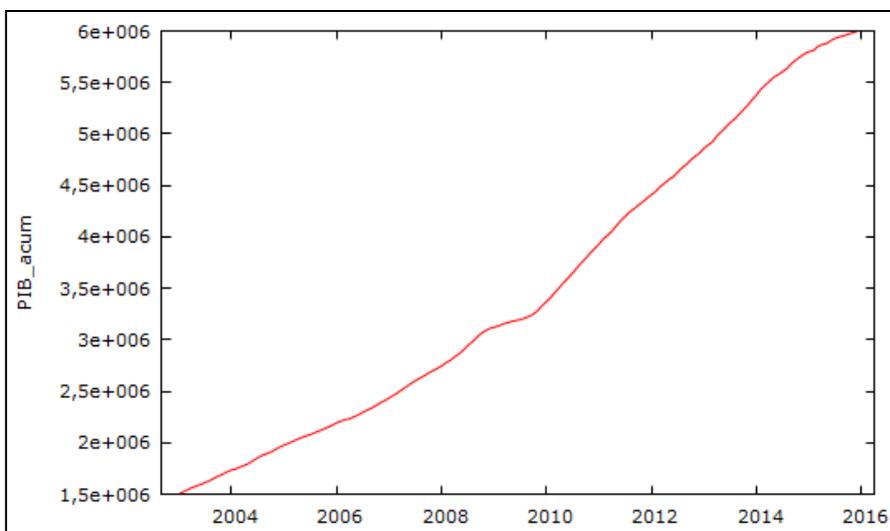
4.1 EQUAÇÕES ESTIMADAS

Para proceder com a pesquisa, foi utilizado um modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), o qual regrediu os dados de crédito e do PIB nominal no período de janeiro de 2003 até dezembro de 2015. Os coeficientes do modelo foram testados e manipulados a fim de retirar possíveis sazonalidades e tendências determinísticas, buscando sempre uma série estacionária (ou seja, com média e variância constantes, centradas na média zero). Seguindo as orientações de Gujarati (2011), a estimação da matriz de covariância dos coeficientes foi feita com a versão robusta, a fim de identificar a presença de heteroscedasticidade e também de auto correlação. Para facilitar o entendimento dos resultados, Gujarati (2011) também sugere que sejam utilizados os logaritmos naturais (*log*) dos dados do modelo, pois dessa forma os coeficientes dos regressores vão apresentar a variação percentual de um valor em relação a outro.

Fazendo uma análise preliminar dos dados do PIB, que será a variável dependente do modelo, nota-se que eles não apresentam sazonalidade, mas

aparentemente são determinísticos (ou seja, aparentam ter uma tendência crescente), conforme pode ser visto a seguir:

Gráfico 13: Plotagem dos dados do PIB



Fonte: Dados do BACEN, analisados via software Gretl

Para remover esta tendência, a variável *time* (tempo) foi acrescentada na lista de variáveis independentes, porém sem a transformação de *log* como os demais dados. Sendo assim, segue abaixo as informações utilizadas no modelo:

- *I_PIB_acum*: informações mensais do produto interno bruto acumulado (valores nominais a preços correntes)
- *I_Credito_total*: saldo total das operações de crédito do SFN
- *I_Credito_publ*: saldo das operações de crédito com origem no setor público
- *I_Credito_priv*: saldo das operações de crédito com origem no setor privado
- *time*: variável tempo, incluída para inibir o determinismo dos dados

Logo, a partir destas variáveis, foram testadas duas equações:

$$(4.1) \quad l_PIB_acum_t = c + \beta 1 l_Credito_total_t + \varepsilon_t$$

$$(4.2) \quad l_PIB_acum_t = c + \delta 1 l_Credito_publ_t + \delta 2 l_Credito_priv_t + \varepsilon_t$$

Em ambas as equações, *c* representa a constante e ε_t corresponde ao

termo de erro. Na equação 4.1, β_1 é o parâmetro que será estimado, assim como os termos δ_1 e δ_2 na equação 4.2.

4.2 ANÁLISE DO RESULTADO DAS REGRESSÕES

A primeira equação testada foi a (4.1). Conforme pode ser visto a seguir, a equação obteve resultados robustos no que tange a eficiência do modelo:

Tabela 4: Resultados da regressão da equação (4.1)

Modelo 3: MQO, usando as observações 2003:01-2015:12 (T = 156)
Variável dependente: l_PIB_acum

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	11,0187	0,259658	42,44	1,60e-086 ***
l_Credito_total	0,252917	0,0202774	12,47	4,45e-025 ***
time	0,00541558	0,000309923	17,47	2,78e-038 ***
Média var. dependente	14,98415	D.P. var. dependente	0,419143	
Soma resid. quadrados	0,048074	E.P. da regressão	0,017726	
R-quadrado	0,998235	R-quadrado ajustado	0,998211	
F(2, 153)	43255,41	P-valor(F)	2,4e-211	
Log da verossimilhança	409,2657	Critério de Akaike	-812,5314	
Critério de Schwarz	-803,3818	Critério Hannan-Quinn	-808,8152	
rô	0,975125	Durbin-Watson	0,035737	

Teste da normalidade dos resíduos -
Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal
Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 65,798
com p-valor = 5,154e-015

Teste RESET para especificação -
Hipótese nula: a especificação é adequada
Estatística de teste: F(2, 151) = 19,2251
com p-valor = P(F(2, 151) > 19,2251) = 3,64662e-008

Teste de White para a heteroscedasticidade -
Hipótese nula: sem heteroscedasticidade
Estatística de teste: LM = 55,6786
com p-valor = P(Qui-quadrado(5) > 55,6786) = 9,46409e-011

Teste LM para autocorrelação até a ordem 1 -
Hipótese nula: sem autocorrelação
Estatística de teste: LMF = 1495,9
com p-valor = P(F(1, 152) > 1495,9) = 1,46009e-080

Fonte: Elaboração própria, via software Gretl

Verifica-se que todos os coeficientes do modelo apresentam significância a 1%, o que é possível ver através do p-valor de cada um. O teste de normalidade dos resíduos aceita a hipótese nula de que o erro tem distribuição normal. O teste RESET de Ramsey, por sua vez, demonstra que a especificação dos dados é adequada, o que significa que não há variáveis relevantes omitidas, nem inclusão de variáveis irrelevantes ou erros de medida. Já o teste de White indica que não há presença de heteroscedasticidade, uma vez que não há assimetria na distribuição dos dados. Por fim, a ausência de auto correlação significa que não há inércia no modelo ou viés de especificação. Logo, fica claro o quanto o modelo é robusto e bem especificado.

Avaliando os coeficientes, podemos perceber o grau de influência que o crédito exerce sobre o produto. O valor 0,2529 apresentado no coeficiente β_1 significa que a cada variação de 1% no estoque total de crédito, o PIB tem uma variação de 0,25%. Já a variável *time* indica que o nível de atividade econômica evolui 0,005% com o passar do tempo. Por fim, o R^2 da regressão é 0,998211 (ou 99,82%), o que significa que as variáveis independentes têm um forte poder explicativo sobre a dependente.

Com isso, entende-se que as informações obtidas através da regressão da equação (4.1) servem de respaldo para a hipótese inicial do trabalho, na qual se assume que alterações no saldo das operações de crédito impactaram o crescimento nominal do produto interno bruto entre 2003 e 2015. Ainda que o Brasil tenha passado por dois momentos de crise neste intervalo de tempo, as constatações desta regressão, em conjunto com a análise feita no capítulo três, demonstram que a operação de crédito do SFN serviu de base para uma política de estímulo da atividade econômica.

A segunda equação tem dois objetivos convergentes: reforçar o argumento defendido através dos resultados da regressão anterior e também aferir qual modalidade de crédito teve mais impacto na dinâmica de crescimento. Este teste se faz necessário pois notou-se no final do capítulo anterior que o crédito de origem pública se comportou de maneira diferente daquele de origem privada no intervalo de tempo analisado. Sendo assim, os dados da equação (4.2) são apresentados a seguir:

Tabela 5: Resultados da regressão da equação (4.2)

 Modelo 5: MQO, usando as observações 2003:01-2015:12 (T = 156)

Variável dependente: l_PIB_acum

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	11,6786	0,288468	40,48	2,59e-083	***
l_Credito_Publ	0,0687150	0,0204771	3,356	0,0010	***
l_Credito_Priv	0,142756	0,0108083	13,21	5,18e-027	***
time	0,00617389	0,000409306	15,08	5,22e-032	***
Média var. dependente	14,98415	D.P. var. dependente		0,419143	
Soma resid. quadrados	0,044697	E.P. da regressão		0,017148	
R-quadrado	0,998359	R-quadrado ajustado		0,998326	
F(3, 152)	30816,60	P-valor(F)		2,2e-211	
Log da verossimilhança	414,9464	Critério de Akaike		-821,8928	
Critério de Schwarz	-809,6934	Critério Hannan-Quinn		-816,9379	
rô	0,983374	Durbin-Watson		0,034646	

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 59,9899

com p-valor = 9,40522e-014

Teste RESET para especificação -

Hipótese nula: a especificação é adequada

Estatística de teste: F(2, 150) = 11,7962

com p-valor = P(F(2, 150) > 11,7962) = 1,74596e-005

Teste de White para a heteroscedasticidade -

Hipótese nula: sem heteroscedasticidade

Estatística de teste: LM = 97,3074

com p-valor = P(Who-quadrado(9) > 97,3074) = 5,50736e-017

Teste LM para autocorrelação até a ordem 1 -

Hipótese nula: sem autocorrelação

Estatística de teste: LMF = 1759,91

com p-valor = P(F(1, 151) > 1759,91) = 4,05988e-085

 Fonte: Elaboração própria, via software Gretl

Assim como na regressão anterior, é possível notar que todos os coeficientes são significativos a 1%. A equação apresenta normalidade nos erros, boa especificação dos dados, ausência de heteroscedasticidade e também de auto correlação, o que se demonstra que o modelo é bem ajustado. Ainda, o R² da regressão demonstra um poder explicativo de 0,998326 (ou 99,83%) sobre a variável dependente. Olhando para os coeficientes da equação, nota-se uma informação importante: ambas as modalidades de crédito tiveram impactos positivos no

crescimento do produto, porém em proporções diferentes. Ao passo que cada alteração de 1% no crédito público influencia 0,06% no crescimento do PIB, o crédito privado impacta 0,14% com o mesmo incremento. Olhando por um outro prisma, significa que R\$ 1 de variação no crédito público impacta em R\$ 0,06 o PIB, enquanto uma variação de R\$ 1 no crédito privado impacta R\$ 0,14. Essa constatação sugere que pelo menos no período 2003-2015, as operações privadas tiveram uma importância maior que as públicas na manutenção no nível de atividade econômica, o que não significa que de uma maneira geral ele seja mais importante que os fundos públicos na busca deste objetivo. Em outras palavras, há um indicativo de que há uma relação direta entre o crédito e o PIB, porém não se pode afirmar que os fundos públicos tiveram mais importância do que os privados no contexto do período 2003-2015, pois apesar de o crédito público ter agido de forma muito importante (principalmente nos momentos de crise), o crédito privado se manteve significativo ao longo dos anos. Sendo assim, esta última comparação pode ser o tema de futuras pesquisas sobre a relação crédito/PIB.

Ao final, cabe ressaltar que apesar do potencial de explicação das equações (4.1) e (4.2) no crescimento do PIB, existem outras variáveis que podem ter contribuído na evolução do produto entre 2003 e 2015. Utilizar estas outras variáveis faria com que a análise tangenciasse o tema do trabalho, o que não é o objetivo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Avaliar os indicadores econômicos que impactam o crescimento do PIB é uma tarefa de grande complexidade, tendo em vista as inúmeras variáveis com alto poder explicativo para as suas oscilações. Este assunto é recorrente no campo de ciência econômica, uma vez que não há senso comum sobre a forma de proceder com a investigação, tampouco sobre a definição das variáveis que melhor se ajustam a essa equação. Partindo deste cenário, este trabalho buscou aferir qual a acurácia que o crédito possui para explicar as variações do PIB ao longo dos anos, mais especificamente aquele observado no Brasil entre os anos de 2003 e 2015. A hipótese formulada inicialmente foi a de que o crédito possui um alto grau de influência no produto, afirmação esta que se provou correta ao longo da pesquisa.

O segundo capítulo buscou avaliar o referencial que oferecesse o instrumental teórico necessário para proceder com a investigação. Dessa forma, o programa de pesquisa schumpeteriano se mostrou potencialmente apto a desempenhar este papel, uma vez que ele dá ao crédito um papel de destaque na economia. O tripé schumpeteriano é um exemplo clássico dessa afirmação, pois ele credita o desenvolvimento econômico à influência de três variáveis: o empresário inovador, as inovações tecnológicas e o crédito, que ao trazer liquidez a economia, fornece o financiamento para o investimento necessário. Todavia, ainda que este programa de pesquisa oferecesse uma ampla gama de ferramentas teóricas para avaliar a relação crédito/PIB, optou-se por utilizar a linha de pesquisa desenvolvida por Keynes, mais especificamente aquela de viés pós-keynesiano. Ao assumir a não neutralidade na moeda no curto e longo prazo, Keynes indica que o governo, agindo através do mercado monetário, tem o poder de afetar positiva ou negativamente as variáveis reais da economia, como o número de empregos, o nível de renda e do produto. Esse postulado básico, por si só, já dá embasamento suficiente a defesa da hipótese inicial do trabalho. Na mesma linha, os autores pós-keynesianos rejeitam a visão convencional sobre a intermediação financeira, a qual coloca o mercado financeiro numa posição de intermediador neutro entre agentes superavitários e deficitários. Para eles, os agentes financeiros têm um papel de destaque na economia, pois através de estímulos no mercado de crédito, oferecem financiamento aos investimentos

empresariais e antecipam crédito para o consumo das famílias, culminando em uma expansão do nível de atividade econômica.

Sob a luz da teoria pós-keynesiana, procedeu-se com uma análise empírica da economia brasileira em três etapas. Num primeiro momento, foram avaliados os principais planos econômicos implantados no Brasil entre os anos 1950 e 1990, a citar o Plano de Metas, o PAEG e o II PND. Através desse estudo, foi possível verificar o quanto estes planos impactaram a economia brasileira, tanto de forma positiva, pela criação de importantes órgãos do SFN, como o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e o Banco Nacional de Desenvolvimento Social, como de forma negativa, pois suas políticas deram início ao que se convencionou chamar de “década perdida”, um período que se inicia na década de 1980 onde o Brasil enfrenta uma profunda recessão. Em que pese o fato de os planos terem logrado sucesso na melhoria da infraestrutura básica e do parque industrial nacional, o governo se utilizava de expedientes inflacionários para cobrir os subsídios setoriais, e isso, somado aos choques externos e constantes desvalorizações cambiais, culminaria num ambiente de estagflação e explosão da dívida pública, o qual viria a definir as bases para a economia brasileira nos próximos anos. Já a partir dos anos 1990, com a implantação do Plano Real o Brasil começa a entrar num ambiente mais estável. Ainda que este processo não tenha sido uniforme (em decorrência das reiteradas crises no exterior), cabe ressaltar que a estabilização monetária, o controle da inflação e conseqüentemente, a recuperação do poder de compra da população, fizeram com que o país superasse boa parte dos problemas passados e pudesse traçar novos objetivos, como o de obter crescimento e desenvolvimento econômico.

Num segundo momento, antes de ingressar na análise propriamente dita da relação crédito/PIB, foi feita uma revisão do funcionamento do Sistema Financeiro Nacional. Através deste estudo, foram declarados quais os principais instrumentos normativos que regem o mercado financeiro, bem como as modalidades de crédito presentes no SFN, o que se mostrou de suma importância para compreender quais as diferenças entre cada uma delas e também o seu papel na dinâmica do mercado. Após isso, se procedeu com a terceira parte da análise, tendo como base o período 2003-2015 dividido em duas partes: a primeira, iniciada em 2003, avalia desde o primeiro mandato do presidente Lula até a deflagração da crise financeira internacional, em 2008. Já a segunda parte se inicia logo após a

instauração da crise do *subprime* e se encerra em 2015, ano em que uma nova crise se inicia no Brasil, porém dessa vez com origem doméstica. Sendo assim, traçando uma linha geral entre os dois intervalos, notou-se que o crédito desempenhou um papel fundamental na dinâmica da economia, o que se pode perceber por duas situações. Em primeiro lugar, a variação nominal do estoque de crédito demonstra que ele foi amplamente utilizado na economia, pois ele passou de 26,6 p.p. do PIB em 2003 para 53,9 p.p. em 2015. Na mesma linha, o PIB apresentou um crescimento nominal de 38% no período, o que significa uma média de aproximadamente 3% a.a. Sendo assim, é válido afirmar que ao menos de forma empírica, a variação do crédito demonstrou indícios de influenciar positivamente o crescimento do produto. Em segundo lugar, cabe ressaltar que nos momentos de crise, o financiamento público apareceu de forma a suprir o espaço deixado pelos bancos privados, uma vez que o governo via o mercado de crédito como essencial na busca de seus objetivos, pois através dele, é possível estimular a oferta e a demanda na economia. Logo, os dois argumentos têm respaldo no arcabouço teórico pós-keynesiano, e parecem confirmar a existência de uma relação positiva entre crédito/PIB.

Os testes realizados via software Grel buscaram rejeitar a hipótese nula de que não há relação entre os fenômenos medidos. Para isso, foram regredidas duas equações via modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), ambas tendo o PIB como variável dependente e utilizando o crédito como variável explicativa, porém sendo a primeira o crédito total e a segunda os estoques de crédito público e privado. Os testes tiveram êxito em rejeitar a hipótese nula para ambos os casos, confirmando a existência de um grau de influência de 0,25% no PIB para cada 1% de variação no estoque total de crédito. Ainda, com o mesmo incremento de 1%, o crédito público impacta 0,6% no PIB, ao passo que o privado impacta em 0,14%.

Conclui-se, portanto, que ao menos no período 2003-2015, as variações do saldo de crédito apresentaram indícios de uma influência direta sobre a variação positiva do PIB, ambos em valores correntes. Todavia, outras variáveis não estipuladas no presente trabalho podem ter impactos iguais ou maiores no produto, sendo válido expandir esta pesquisa para outros trabalhos que tenham o mesmo objetivo.

REFERÊNCIAS

- ABRITA, Mateus Boldrine et al. O crédito como mecanismo de transmissão da política monetária: aspectos teóricos e evidências empíricas para o Brasil. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v.24, n.2, p.225-242, ago.2014
- ALMEIDA, Julio Gomes de. Como o Brasil superou a crise. **Dossiê da Crise II**, 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb>> Acesso em: 10 de abril 2019
- BACHA, Edmar Lisboa. Plano Real: uma avaliação preliminar. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.2, n.3, p.3-26, jun.1995
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: < <http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP> > Acesso em: 10 de junho 2019
- BASTIAN, Eduardo Figueiredo. O PAEG e o Plano Trienal: Uma Análise Comparativa de suas Políticas de Estabilização de Curto Prazo. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.43, n.1, p.139-166, mar.2013
- BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, São Paulo, v.31, n.89, p.51-60, abr.2017
- BERNANKE, Benjamin Shalom; BLINDER, Alan Stuart. Credit, Money and Aggregate Demand. **American Economic Review**, American Economic Association, v.78, n.2, p.435-439, mai.1988
- BERNANKE, Benjamin Shalom; GERTLER, Mark Lionel. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. **The Journal of Economic Perspectives**, v.9, p.27-48, jun.1995
- CASTRO, Lavínia Barros de. Financiamento e Crescimento Econômico: Uma visão geral da literatura e posicionamento no debate. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.29, p.277-308, jun.2008
- CARVALHO, Fernando Jardim de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2007
- CAVALCANTI, Carlos Brandão. Transferência de recursos ao exterior e substituição da dívida externa por dívida interna. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, p.83, 1988
- DENARDIN, Anderson Antônio; NETO, Giacomo Balbinotto. **Evidências empíricas para a transmissão de política monetária via canal de empréstimos bancários no Brasil**. In. Encontro Nacional de Economia (37.:2009, 08-11 dez.: Foz do Iguaçu, PR). [Anais] Foz do Iguaçu: ANPEC, 2009. CD-ROM
- DIEESE. **A evolução do crédito na economia brasileira (2008-2013)**. São Paulo: nota técnica DIEESE, n.135, mai.2014

DIEESE. **Análise da evolução do crédito no período recente – 2014-2017**. São Paulo: nota técnica DIEESE, n.193, abr.2018

FLIGENSPAN, Flávio Benevett. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Revista Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.26, n.1, p.102-143, 1998

FLIGENSPAN, Flávio Benevett. **Plano Real: da estabilidade a necessidade de crescer**. Porto Alegre, UFRGS, 2010 (mimeo)

GALEANO, Edileuza Vital; FEIJÓ, Carmem: Crédito e crescimento econômico: evidências a partir de um painel de dados regionais para a economia brasileira nos anos 2000. **Revista Econômica do Nordeste**, v.43, n.2, p.201-220, jun.2012

GIAMBIAGI, Fabio et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2011

GÓES, Thiago Reis; FREITAS, Lúcio Flávio de; MOTA, Fábio Batista. A oferta do crédito no período pós plano real. **Revista Desenharia**, Bahia, v.4, n.6, p.7-24, mar.2007

GURLEY, John; SHAW, Edward. Financial Aspects of Economic Development. **American Economic Review**, American Economic Association, v.45, n.4, p.515-538, set.1955

GUJARATI, Damodar; PORTER, Dawn. **Econometria Básica**. 5. ed. Rio de Janeiro: McGraw Hill, 2011

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas, 1999

HIRSCH, Patrick Rossano. **Inclusão Financeira No Brasil: Mensuração Da Importância Das Cooperativas De Crédito**. Dissertação de mestrado (mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017

IANNI, Octavio. **Estado e Planejamento no Brasil**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1996

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de conjuntura**. Brasília: IPEA, n.11, set.2010

_____ **Carta de conjuntura**. Brasília: IPEA, n.15, dez.2011

JANTALIA, Fabiano. **A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009

LESSA, Carlos. **Quinze anos de política econômica**. 2. ed. São Paulo: Brasiliense, 1981

LIBERMAN, Marcelo; BARBOSA, Klenio; PIRES, Jorge. Falência Bancária e Capital Regulatório: Evidência para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.72, n.1, p.80-116, mar.2018

LOPES, Lucas Ulguim. **O comportamento do crédito brasileiro no período 2003 – 2015: Uma análise com modelos estruturais**. Dissertação de mestrado (mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2015

LOPES, João do Carmo.; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1996

MARCATTI, Fernanda Consorte Ribeiro. **Evolução da eficiência do canal de crédito na política monetária brasileira**. Dissertação de mestrado (mestrado em Finanças e Economia) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011

MINSKY, Himan Philip. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986

MODENESI, André de Melo. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005

MORA, Mônica. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. Brasília: Ipea, jan. 2015. 66 p. il. (Texto para Discussão, n. 2.022). Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td2022.pdf>>. Acesso em: 10 de maio 2019

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. **A reforma tributária de 1966 e a acumulação de capital no Brasil**. São Paulo: Brasil Debates, 1981

OLIVEIRA, Giuliano Contento. Resenha de: PAULA, Luiz Fernando de. Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma abordagem keynesiana. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier-Campus, 2014. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.44, n.3, p.637-644, set.2014

PAULA, Luiz Fernando de. Dinâmica Da Firma Bancária: Uma abordagem não convencional. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.53, n.3, p.323-356, set.1999

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JUNIOR, Antônio José; MARQUES, Maria Beatriz Leme. Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil durante o Plano Real. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.31, n.2, p.285-319, jun.2001

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JUNIOR, Antônio José. Comportamento dos Bancos, Percepção de Risco e Margem de Segurança no Ciclo Minskiano. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v.16, n.39, p.137-162, mar.2003

PAULA, Luiz Fernando de. Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. **Revista de Economia**, Paraná, v.32, n.2, p.81-93, dez.2006

PAULA, Luiz Fernando de. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.43, n.2, p.363-396, jun.2013

PAULA, Luiz Fernando de; ALVES JUNIOR, Antônio José. **Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: Uma análise pós-keynesiana**. In: Anais do X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Anais. Brasília (DF) UnB, 2017

RESENDE, Marco Flavio da Cunha. O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* em economias abertas. **Revista de Economia Política**, v.28, n.1, p.136-154, mar.2007

RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes. **Plano de Metas, PAEG e II PND: Análise e Desdobramentos**. In: Congresso Brasileiro De História Econômica, 11., 2015, Vitória, ES. Artigo. Vitória: ABPHE, 2015. p.1-32

SANT'ANNA, André Albuquerque; BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; ARAUJO, Pedro Quaresma de. Mercado de Crédito do Brasil: Evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.16, n.31, p.41-60, jun.2009

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento Econômico: Uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juros e o ciclo econômico**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997

SOBRINHO, Nelson Ferreira Souza. **Uma Avaliação do Canal de Crédito no Brasil**. Dissertação de mestrado (mestrado em Teoria Econômica) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002

STUDART, Rogério. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crédito: uma alternativa pós keynesiana a visão tradicional. **Revista de Economia Política**, v.13, n.1, p.101-118, mar.1993

TAYLOR, John Brian. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. **The Journal of Economic Perspectives** v.9, n.4, p.11-26, 1995

THOMÉ, Eduardo Moreira; SALOMÃO, Ivan Colangelo. De sonhos e fracassos: a influência do cenário externo sobre o Plano de Metas. **Reflexões Econômicas**, Bahia, v.2, n.3, p.88-99, set.2017

VELOSO, Fernando; VILLELA, André; GIAMBIAGI, Fabio. Determinantes do "Milagre" Econômico Brasileiro (1968/1973): Uma Análise Empírica. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.62, n.2, p. 221-245, out.2008

VIECELI, Claudia Pereira. **A expansão do crédito à pessoa física: do Plano Real ao governo Lula**. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2017