

Crédito e gasto privado no Brasil: da recessão à lenta recuperação*

Bruno Paim**

Fernando Maccari Lara***

Mestre em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Pesquisador em Economia na Fundação de Economia e Estatística (FEE)
Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Pesquisador em Economia na FEE

Resumo

O artigo apresenta uma avaliação conjuntural sobre as circunstâncias relativas ao mercado de crédito no Brasil, buscando compreendê-las do ponto de vista da sua influência para o gasto privado e a demanda efetiva. Os dados sobre os estoques de crédito para pessoas físicas e jurídicas fornecem importantes evidências sobre o processo recessivo recente e a lenta recuperação do gasto privado. Compreende-se que as decisões sobre gastos privados podem ser influenciadas pela política monetária, mas, de modo algum, os condicionantes dessas decisões resumem-se aos efeitos da política monetária que define a taxa básica de juros. Com base no quadro conceitual e teórico utilizado, a redução da taxa básica de juros tem limitações importantes enquanto instrumento capaz de recuperar o gasto privado.

Palavras-chave: conjuntura econômica; crédito; Brasil

Abstract

This article presents a conjunctural analysis of the circumstances concerning the credit market in Brazil, in an attempt to understand it from the point of view of its influence on private spending and effective demand. Data on credit stock for individuals and companies provide important evidence on the recent recessive process and the slow recovery of private spending. It is assumed that private spending decisions can be influenced by monetary policy and that in no way can the conditionings of these decisions be narrowed to the effects of the monetary policy that defines the basic interest rate. Based on the conceptual and theoretical framework described, the basic interest rate reduction has important limitations as an instrument capable of recovering private spending.

Keywords: economic scenario; credit; Brazil

1 Introdução

No curso da recente conjuntura recessiva no Brasil, diversas análises apostavam nos efeitos positivos do ciclo de redução da taxa básica de juros para a retomada da produção e da geração de empregos¹. Ainda que, no

* Artigo recebido em 14 jul. 2017.

Os autores agradecem aos colegas da FEE e do grupo de Economia Política do IE-UFRJ, pelas diversas discussões sobre o tema, e aos dois pareceristas anônimos da Revista, sem responsabilizá-los pelo conteúdo do artigo.
Revisora de Língua Portuguesa: Tatiana Zismann

** E-mail: bpaim@fee.tche.br

*** E-mail: fernando@fee.tche.br

¹ Tal perspectiva foi condensada, por exemplo, no editorial do jornal Valor Econômico, de 28 de julho de 2017. Intitulado **Queda do juro é esperança para reanimar a economia**, o texto aponta: “apesar de amplamente esperada, a decisão do Comitê de Política Monetária (Co-

debate público, os mecanismos de transmissão relativos à política econômica nem sempre sejam adequadamente explicitados, parece vigorar certo senso comum a respeito da influência das decisões relativas à taxa de juros sobre o mercado de crédito e, por essa via, sobre a atividade econômica. Com base nessa percepção um tanto genérica, tem sido bastante comum encontrar referências aos efeitos positivos da recente redução da taxa básica de juros sobre a concessão de crédito para agentes privados, que por sua vez estaria na base da recuperação do crescimento econômico após o intenso processo recessivo verificado no passado recente.

Não obstante ter ocorrido, ao longo de 2017, uma redução bastante pronunciada tanto da taxa básica nominal de juros quanto da taxa real esperada *ex ante* (Paim, 2017b), as expectativas oficiais com respeito ao crescimento econômico e a composição do gasto privado entre consumo e investimento foram sensivelmente ajustadas, revelando erros de previsão nada desprezíveis no cenário estabelecido pelo Banco Central do Brasil (BCB), no início do referido ciclo de redução de juros (Lara, 2017b). Ao longo do mesmo período, houve significativa mudança no discurso oficial dos formuladores de política econômica, acompanhando a crescente percepção de que o componente da demanda agregada capaz de liderar uma recuperação teria de ser o consumo e não o investimento privado. Algumas medidas adotadas foram anunciadas explicitamente nessa direção, como a permissão do saque das contas inativas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)².

Essas breves observações preliminares parecem justificar, portanto, uma análise das concretas condições atuais do mercado de crédito no Brasil enquanto um dos aspectos relevantes para a dinâmica dos componentes da demanda agregada e do nível de atividade econômica. O enfoque adotado investiga a associação entre as decisões de gasto e a evolução dos volumes de crédito de parte das pessoas físicas e das pessoas jurídicas, sendo dispensada também atenção para a influência de decisões mais amplas de política pública sobre as condições do mercado de crédito. Apresenta-se, com base em um conjunto selecionado de evidências empíricas, uma avaliação conjuntural sobre as perspectivas de expansão da demanda agregada via crescimento do crédito financiando gastos de consumo e de investimento.

Este artigo está organizado em mais quatro seções, além desta **Introdução**. Na primeira, apontam-se, sinteticamente, os princípios teóricos que guiam a investigação em nível macroeconômico. Em seguida, uma exposição a respeito dos movimentos dos saldos de crédito no Brasil, considerando primeiramente o crédito para pessoa física e, na sequência, o crédito para pessoa jurídica. Segue-se uma análise a respeito daqueles que se entendem como condicionantes importantes para as decisões de tomada de crédito por parte dos agentes privados, que embasam nossa avaliação conjuntural sobre as perspectivas. Por fim, as **Considerações finais**.

2 Aspectos macroeconômicos

A exposição e interpretação dos dados empíricos proposta neste artigo está alicerçada em alguns princípios teóricos, aqui considerados centrais para se compreender as flutuações do crescimento econômico e da acumulação em economias periféricas, como a brasileira. São eles: (a) de um modo geral, a *performance* macroeconômica encontra-se restrita pelas condições externas, que determinam o espaço que a economia tem para crescer sem comprometer sua capacidade de cumprir os compromissos em moeda estrangeira; (b) o crescimento efetivo da produção é determinado pelo ritmo do crescimento da demanda agregada³.

A análise do primeiro aspecto leva em consideração o estado dos fluxos de bens, serviços, rendas e movimento de capitais registrado no balanço de pagamentos, bem como a posição dos estoques de ativos e passivos externos registrada na posição internacional de investimentos. Esse conjunto de informações permite uma avaliação sobre o estado da restrição externa ao crescimento. Circunstâncias externas desfavoráveis, no sentido de dificuldades para equacionar o balanço de pagamentos, tendem, naturalmente, a reduzir a margem de manobra da política econômica e a capacidade de induzir o crescimento econômico. No limite, podem obrigar a política econômica a promover ajustes recessivos para equacionar as contas externas.

Ao contrário de outros processos recessivos em que as restrições de natureza externa foram bem mais explícitas e agudas, no caso brasileiro recente entende-se que os problemas são muito mais de natureza doméstica⁴,

pom), anunciada quarta-feira, de reduzir em 1 ponto a taxa básica de juros, para 9,25% ao ano, foi comemorada por marcar o estímulo mais poderoso disponível no momento para a recuperação da economia”.

² Ver o documento do Ministério do Planejamento, Brasil (2017).

³ Não é objetivo do artigo tratar deste enfoque geral, a não ser de forma extremamente esquemática. Ao longo do artigo, apontam-se referências para alguns aspectos específicos.

⁴ Em função de uma significativa autonomia da política econômica doméstica, derivada de um conjunto de circunstâncias bastante favoráveis do ponto de vista da restrição externa. Sobre isso ver Serrano e Summa (2012) e Lara (2015).

vinculados ao segundo princípio teórico: a concepção de que o crescimento nas economias capitalistas é liderado pela demanda efetiva, tanto a curto quanto a longo prazo. No curto prazo, considera-se que, se nem todo o produto potencial puder ser vendido, então não será efetivamente produzido, podendo a economia operar abaixo da plena capacidade por períodos relativamente longos. A demanda efetiva a cada momento do tempo determina o produto efetivo que se pode sustentar, e esse, em conjunto com a capacidade produtiva existente, resulta em determinado grau de utilização daquela capacidade.

As flutuações da demanda efetiva e do produto a curto prazo implicam, portanto, em oscilações no grau de utilização da capacidade produtiva existente. A diferença entre a abordagem aqui utilizada e boa parte das análises correntes (inclusive heterodoxas) sobre o tema, está na concepção sobre a evolução da capacidade produtiva a longo prazo. As despesas de investimento são, aqui, consideradas, em larga medida, induzidas pela necessidade de ajustar a capacidade a níveis que sejam justificados pela demanda efetiva. Se a disposição para realizar gastos de investimento for inversamente associada ao grau de ociosidade do sistema produtivo, então, a capacidade produtiva a longo prazo deixa de ser independente do próprio ritmo de crescimento da demanda efetiva. Dessa forma, o princípio da demanda efetiva é considerado válido também para o longo prazo, pelo funcionamento de uma versão do efeito acelerador do investimento⁵.

O estado da demanda efetiva ao longo do tempo depende não só de decisões privadas de gastos, mas também, essencialmente, dos efeitos concretos das diferentes formas de intervenção estatal, que incluem os efeitos das políticas macroeconômicas. A gestão dos instrumentos de política macroeconômica e os seus reais efeitos sobre os diferentes componentes da demanda agregada são aqui considerados elementos fundamentais para explicar a *performance* macroeconômica das economias capitalistas a curto e a longo prazo. Os mecanismos de transmissão e os efeitos prováveis das ações de política pública parecem, entretanto, bem pouco aprofundados nas análises mais tradicionais da conjuntura e, por essa razão, têm sido tratados de forma bastante deficiente no debate público brasileiro.

Recentemente, em nível internacional, verificam-se discussões sobre a eficácia relativa entre a utilização das políticas fiscal e monetária enquanto instrumentos de estabilização da demanda agregada. Percebe-se, entre os economistas convencionais, certo espanto com a constatação de que políticas monetárias que buscam ampliar a liquidez e manter baixas taxas de juros nos países centrais, apesar de ter elevado o preço dos ativos, não têm sido eficazes para dinamizar a demanda agregada e o crescimento econômico via efeito-riqueza. Com base nessa constatação, tem havido um reconhecimento crescente de que políticas fiscais expansionistas devem ser adotadas como complemento da política monetária, visando estimular a demanda agregada (Furman, 2016). Entre as evidências empíricas arroladas para fundamentar esta constatação estaria, por exemplo, a influência positiva do investimento público sobre o investimento privado, fato consistente com o mecanismo do acelerador mencionado acima⁶.

As condições brasileiras atuais parecem constituir um caso relevante para a análise dessa questão, visto que uma orientação de política fiscal baseada em **austeridade** vem sendo sustentada em conjunto com a aposta nos efeitos positivos da ação da política monetária sobre o crescimento econômico. Na perspectiva aqui adotada, dois pontos são centrais para se avaliar adequadamente tal possibilidade. O primeiro é meramente conceitual, mas bastante importante para uma correta análise dos dados empíricos disponíveis: deve-se considerar que outras decisões no âmbito das políticas públicas e da política econômica, além da gestão da política monetária em si mesma, também podem ser igualmente importantes para as condições do mercado de crédito. Tal influência se faz sentir tanto pelo lado da oferta quanto pelo lado da demanda de crédito. Pelo lado da oferta de crédito, deve-se levar em conta a relevante presença de bancos públicos concorrendo com instituições privadas como ofertantes de crédito ao consumidor, além do fato de que é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) quem financia parte importante dos investimentos de longo prazo. Pelo lado da demanda de crédito, é preciso considerar a parcela que é oriunda das decisões de diferentes instâncias da administração pública e da parte das empresas estatais, além de outros diferentes aspectos que possam influenciar a decisão dos agentes privados sobre a tomada de crédito que não apenas custos dos empréstimos. Todos esses aspectos envolvem

⁵ Uma exposição bastante didática do modelo de crescimento do supermultiplicador (integra os efeitos multiplicador dos gastos autônomos e acelerador do investimento) segundo o qual o crescimento dos gastos autônomos lidera o crescimento do produto e da capacidade a longo prazo encontra-se em Serrano (2001). Os aspectos teóricos do mesmo modelo são apresentados com profundidade em Freitas e Serrano (2015).

⁶ Trata-se de algo bastante curioso que, pela ótica dos analistas tradicionais, isto seja interpretado como a demonstração de que “novos” princípios devam ser incorporados para uma adequada análise da política macroeconômica (Furman, 2016), uma vez que uma exposição bastante didática sobre o mecanismo do acelerador pode ser encontrada em livros-textos tão tradicionais como “antigos” como é o caso de Shapiro (1975), como também nas referências citadas na nota anterior.

decisões de política pública mais ampla, que também influenciam as condições do mercado de crédito no Brasil, em conjunto com a gestão da política monetária propriamente dita.

O segundo ponto diz respeito à própria concepção sobre o real funcionamento da política monetária nas economias capitalistas, exercida por meio do controle da taxa de juros por parte do Banco Central e não dos agregados monetários. A perspectiva teórica aqui adotada sobre o funcionamento da política monetária assume que a oferta de moeda seja endógena, ou seja, que não seja essa a variável sobre a qual a política monetária exerça controle. As flutuações da oferta de moeda são guiadas pela demanda de moeda, não pela oferta (Moore, 1988). Concretamente, tal condição é admitida explicitamente, por exemplo, pelo Banco Central da Inglaterra (Bank of England, 2014). Por motivos diferentes e com consequências analíticas também bastante diversas (Setterfield, 2014), há um certo entendimento comum na prática dos bancos centrais a respeito do fato de que os bancos e instituições financeiras privadas sejam capazes de expandir ou contrair a disponibilidade de crédito de maneira significativamente independente do Banco Central. Isso torna, em contrapartida, muito limitado o controle exógeno da liquidez da economia, por parte da autoridade monetária. Assim, a forma mais adequada de considerar a execução da política monetária é via definição da taxa básica de juros, assumindo a quantidade de moeda em circulação como variável endógena, determinada pela necessidade de moeda em circulação (Serrano e Summa, 2013).

Sendo, talvez, a concessão de crédito por parte das instituições financeiras o principal canal de expansão de liquidez, deve-se compreender também as flutuações dos próprios saldos de crédito não como consequência direta da ação da política monetária, mas sim da relação entre as instituições que concedem o crédito e o público em geral. Do ponto de vista da demanda efetiva, interessam, sobretudo, as conexões entre as operações de crédito e as decisões de gastos. Tal qualificação é fundamental para os propósitos deste artigo, pois, concordando com a observação de Shapiro (1975), parece adequado postular que “a simples disponibilidade de crédito abundante em condições altamente favoráveis não é suficiente para induzir a tomada de empréstimos da parte dos empresários e consumidores, para financiar gastos adicionais, se outras condições que influenciam as decisões referentes aos gastos são de tal modo desfavoráveis que anulam as condições atrativas do crédito” (Shapiro, 1975, p. 714-15).

Com respeito à questão envolvida na decisão específica dos consumidores, o tradicional livro-texto de Shapiro sugere que esses consumidores, quando “receosos de desemprego ou redução em suas rendas não levantam empréstimos para financiar compras de automóveis ou outros bens duráveis, ou férias dispendiosas e assim por diante. Em vez disso, procuram reduzir quaisquer débitos em que já tenham incorrido” (Shapiro, 1975, p. 715). Quanto às decisões específicas dos empresários, o autor aponta que:

[...] quando a economia se encontra em uma recessão aguda e as previsões são desfavoráveis, os empresários não fazem empenho em tomar emprestado a curto prazo, para reforçar os estoques. Em vez disso, eles se mostram ansiosos para reduzir aqueles estoques e liquidar quaisquer empréstimos que tenham levantado anteriormente para financiar os mencionados estoques. Tampouco procuram levantar empréstimos para financiar a expansão de fábricas e equipamentos; confrontados com uma contração econômica e vendas reduzidas, a maioria deles se vê com um excesso de imóveis e equipamento (Shapiro, 1975, p. 715).

Ainda com respeito às decisões privadas de investimento, “este fato não é sujeito a controvérsias: as decisões dos empresários, no que tange aos gastos com instalações, são baseadas, em parte, nas variações das quantidades vendidas de seus produtos” (Shapiro, 1975, p. 339).

A partir dessas observações, podem-se enunciar dois nexos considerados teoricamente importantes para a dinâmica da tomada de novos créditos e a liquidação de saldos de empréstimos existentes. O primeiro é o nexo entre as condições de emprego e o crédito para consumo. A decisão de elevar o endividamento para ampliar os gastos de consumo e investimento residencial, por parte das famílias, depende não só do custo corrente e projetado dos empréstimos e da evolução recente da renda salarial, mas também da expectativa de permanência no emprego, visto que a decisão de tomada de crédito implica em compromissos para o futuro. Em condições restritivas do mercado de trabalho e das perspectivas de emprego, uma redução do custo do crédito tende a ter seu efeito positivo enfraquecido e resultar insuficiente para reverter a tendência à contração ou estagnação.

O segundo é o nexo entre o nível de utilização da capacidade instalada e o crédito para investimento, seja em capital fixo, seja em circulante. Os agentes aptos a tomar crédito vão efetivamente utilizar esse potencial para financiar gastos adicionais que visam elevar os estoques desejados de mercadorias e/ou a capacidade produtiva em geral apenas no momento em que entenderem ser adequado aumentar aqueles estoques ou aquela capacidade. Tal decisão não será modificada somente porque as condições de crédito estão melhores ou piores, independentemente das perspectivas sobre o crescimento dos mercados e da avaliação sobre o grau de utilização da capacidade produtiva existente. A disponibilidade de crédito a baixo custo está longe de ser uma condição suficiente para induzir os agentes privados a efetivamente contrair dívidas e financiar investimentos para ampliação de capacidade produtiva. Para que os gastos de investimento aumentem, associados ao aumento da demanda de crédito para essa finalidade, é preciso que haja perspectivas de crescimento dos mercados consistentes com a

dinâmica dos gastos que não criam capacidade para o setor privado e que justifiquem a ampliação da capacidade produtiva.

Sob essa perspectiva, resulta que, em momentos recessivos determinados por contração generalizada dos gastos, a política monetária enfrenta importantes obstáculos no sentido de reverter o movimento do nível de atividade. Se os determinantes gerais das decisões de gastos encontram-se no sentido de uma contração, ao invés de uma expansão, então, a demanda de crédito muito dificilmente poderá assumir um sentido inverso apenas pela redução do custo associado à tomada de novos créditos. Do modo como a política monetária é efetivamente executada, o efeito possível (não necessariamente garantido, pois depende do comportamento dos *spreads* das instituições financeiras) de uma redução da taxa básica de juros passa pela redução do custo do crédito para os potenciais tomadores. Conforme observado acima, isso dificilmente pode estimular de maneira expressiva a demanda de crédito se houver outros fatores determinantes apontando significativamente no sentido contrário.

Antes de se encerrarem essas observações de natureza mais conceitual e teórica, parece importante discutir brevemente a possibilidade de estimular a tomada de crédito por meio de medidas de relaxamento das restrições de crédito que estejam sendo impostas a uma parte dos agentes privados. Mesmo autores que tratam o crédito como induzido pela demanda reconhecem que em certa medida a oferta de crédito possa ter um comportamento pró-cíclico. Isso significa que, em momentos de expansão da economia, as instituições financeiras estariam mais suscetíveis a abrir mão da liquidez e a prover os recursos demandados, a despeito de um possível aumento da exposição e fragilidade, ao passo que, em momentos recessivos, os parâmetros exigidos para liberação de crédito podem ficar mais rigorosos, independentemente da disponibilidade de recursos para empréstimo (Minsky, 1986).

Dessa forma, é plausível supor-se que, em condições recessivas, possa haver, de fato, um significativo número de potenciais tomadores de crédito excluídos pelos bancos. Com efeito, modificações nas restrições impostas pela autoridade monetária à atuação dos bancos comerciais poderiam induzir um relaxamento das restrições de crédito para um conjunto de potenciais tomadores antes excluídos, resultando, dessa forma, em ampliação das operações de crédito. Nesse sentido, pode-se argumentar que a autoridade monetária teria efetivamente meios de promover uma expansão da demanda efetiva por essa via, mesmo em meio a um processo recessivo. Dois pontos precisam ser observados com respeito a esse raciocínio.

No que diz respeito ao impacto de tais medidas para a ampliação da demanda efetiva, interessa, decisivamente, saber em que medida os potenciais tomadores de crédito antes excluídos pelos bancos estariam dispostos a tomar novos créditos para financiar novos gastos ou, alternativamente, apenas para resolver ou aliviar problemas financeiros correntes. Se, por exemplo, o potencial tomador de crédito desejasse fazê-lo somente para quitar outros débitos de igual montante, não estaria, por definição, financiando novos gastos com esse crédito adicional. Nessa condição, um relaxamento das condições de crédito que proporcionasse reestruturação de passivos para agentes já excessivamente endividados (razão pela qual estariam antes excluídos pelos bancos) poderia exercer um efeito indireto sobre a demanda privada: ao resultar em alívio na posição financeira e orçamentária dos agentes privados, esse relaxamento poderia vir a estimular novos gastos.

Parece importante destacar-se, entretanto, que, nesse caso, a ampliação dos gastos poderia, teoricamente, ocorrer sem qualquer aumento do estoque líquido de dívida, portanto, sem alteração dos volumes de crédito. O comportamento dos agentes estaria sendo diferente daquele descrito por Shapiro (1975) e citado acima, segundo o qual os agentes desejariam “reduzir quaisquer débitos em que já tenham incorrido”. O objetivo dos agentes com esse comportamento não seria reduzir o estoque de dívida, mas, alternativamente, reduzir o serviço do passivo acumulado, para ampliar os gastos correntes. A condição fundamental para viabilizar esse resultado seria, dessa forma, uma efetiva redução do custo efetivo do crédito (resultado semelhante ao que, geralmente, se espera ocorrer via redução da taxa de juros), liberando recursos para o aumento do consumo, sem, necessariamente, implicar variações do estoque de crédito.

Em segundo lugar, havendo em qualquer tempo um conjunto de potenciais devedores considerados aptos pelos bancos, as decisões de gastos e de tomada de crédito desses agentes seguem sendo os determinantes da dinâmica dos saldos de crédito. As restrições de crédito para uma parte dos potenciais tomadores são essenciais para determinarem quais consumidores (ou empresas) efetivamente têm a capacidade de realizar gastos acima de sua renda (ou lucros) correntes, mas não necessariamente para determinar o volume desse gasto. O fato de que outros potenciais tomadores de crédito tenham ou não acesso a novas operações nada muda no fato de que aqueles considerados aptos levarão em consideração fundamentalmente as suas próprias condições frente ao ambiente econômico em geral⁷. Mudanças nesse ambiente podem estimular ou desestimular a demanda de crédito.

⁷ Suponha-se, por exemplo, uma condição de restrição de crédito para pequenas empresas e de acesso ao crédito para empresas de maior porte. Se houver perspectivas de crescimento do mercado, as empresas de maior porte estarão dispostas a realizar gastos com ampliação de capacidade e poderão aproveitar o acesso a novas operações de crédito. Se isso ocorrer, serão ampliados os volumes de crédito, a despeito de haver restrições para as pequenas empresas, induzido pela demanda de crédito das grandes. Por outro lado, se não houver

to desses potenciais tomadores, sem, necessariamente, alterações nas restrições de crédito ou no custo efetivo do crédito.

Nesses termos, entende-se que as condições relativas à demanda de crédito estão associadas de forma importante às decisões de gastos, mas estas últimas não podem ser consideradas determinadas pela decisão de crédito, nem muito menos determinadas exclusivamente por ela. As decisões de gasto e de crédito encontram-se bastante condicionadas por outros aspectos, como aqueles já apontados relativos às condições gerais de mercado de trabalho e de comprometimento da renda, no caso das pessoas físicas, e à utilização da capacidade produtiva, no caso das pessoas jurídicas. Esses aspectos são considerados fundamentais para a decisão de tomada de crédito por parte dos demandantes.

Com base nessas observações, em contexto de queda dos gastos de consumo privado e de investimento privado, elevado desemprego, baixos níveis de utilização da capacidade, espera-se que também os estoques de crédito sejam reduzidos tanto para as pessoas físicas quanto para as pessoas jurídicas. A redução da taxa básica de juros pela autoridade monetária não significa, necessariamente, redução automática do custo efetivo do crédito para os potenciais demandantes, dada a importante influência dos *spreads* dos bancos nessa transmissão. Além disso, mesmo assumindo-se que o custo efetivo do crédito fosse efetivamente reduzido e que isso possa constituir estímulo para a demanda efetiva e a atividade econômica, a intensidade do efeito também passaria por outros importantes condicionantes. A possibilidade de refinanciamento de débitos a taxas de juros mais baixas poderia aliviar a restrição orçamentária de uma família endividada, permitindo ampliação dos seus gastos de consumo, mas, ainda assim, a intensidade deve ser sensivelmente modificada pelas condições do mercado de trabalho. No caso dos gastos de investimento do setor privado, a influência do grau de utilização da capacidade e das perspectivas de crescimento da demanda devem ser ainda mais decisivas como condicionantes, visto que a lógica privada não recomendaria ampliar os gastos em ampliação de capacidade somente em função de um alívio na sua restrição financeira.

3 Comportamento dos saldos reais de crédito para pessoas físicas e jurídicas no Brasil

Em Lara (2015), analisa-se a desaceleração do crescimento no Brasil, com base na evolução das contribuições dos componentes da demanda agregada ao crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Essas mesmas informações são utilizadas em Lara (2016b; 2017) para caracterizar o período recessivo mais recente, explicado, sobretudo, pelas condições da demanda doméstica. De acordo com a investigação aqui proposta, espera-se, de modo geral, que os movimentos dos saldos de crédito devam ser consistentes com a evolução da demanda por crédito, e que esta última, por sua vez, apresente relação com as decisões de gastos. Em uma primeira aproximação entre as informações empíricas disponíveis e as categorias teóricas utilizadas, espera-se poder observar associação entre: (a) a evolução do saldo de crédito para pessoas físicas e os indicadores que expressem as decisões de consumo das famílias; (b) a evolução do saldo de crédito para pessoas jurídicas e os indicadores que expressem as decisões de investimento das empresas. Nesta seção, são apresentadas algumas evidências que exploram essas hipóteses.

Ainda que a desaceleração do crescimento econômico possa ser percebida desde 2011 (Serrano e Summa, 2012), entende-se que, do ponto de vista de uma análise conjuntural e das perspectivas para a recuperação do crescimento, interessa investigar, sobretudo, o período posterior a 2014, em que a economia brasileira apresentou um quadro marcadamente recessivo. Ao longo daquele ano, as contribuições dos componentes da demanda doméstica ao crescimento ainda eram de um modo geral positivas, como foram também positivas as taxas de crescimento dos saldos reais de crédito para pessoas físicas e jurídicas. Já no ano de 2015, as contribuições dos componentes da demanda doméstica foram bastante negativas, ao passo que os valores reais dos saldos de crédito seguiram em crescimento. Em 2016, tanto as contribuições dos componentes da demanda quanto as variações dos saldos reais de crédito foram negativas. Assim, ainda que se observando um período mais longo, a de-

perspectivas de crescimento da demanda, as empresas de maior porte não terão por que realizar gastos com ampliação de capacidade nem realizar novas operações de crédito, sejam quais forem as condições vigentes para as pequenas empresas. O mesmo valeria para as pequenas. Assim, as restrições de crédito tendem a ser muito importantes na definição sobre quais agentes específicos realizam investimentos quando a demanda efetiva justifica sua realização. São menos relevantes na definição sobre quando esses investimentos serão realizados e sobre qual será o seu montante. No caso da restrição ao crédito, impactar a modalidade de capital de giro, seria necessário considerar se a necessidade de financiamento das empresas deve-se à manutenção da produção ou à adaptação à menor certeza na realização da produção, dadas as condições recessivas da demanda.

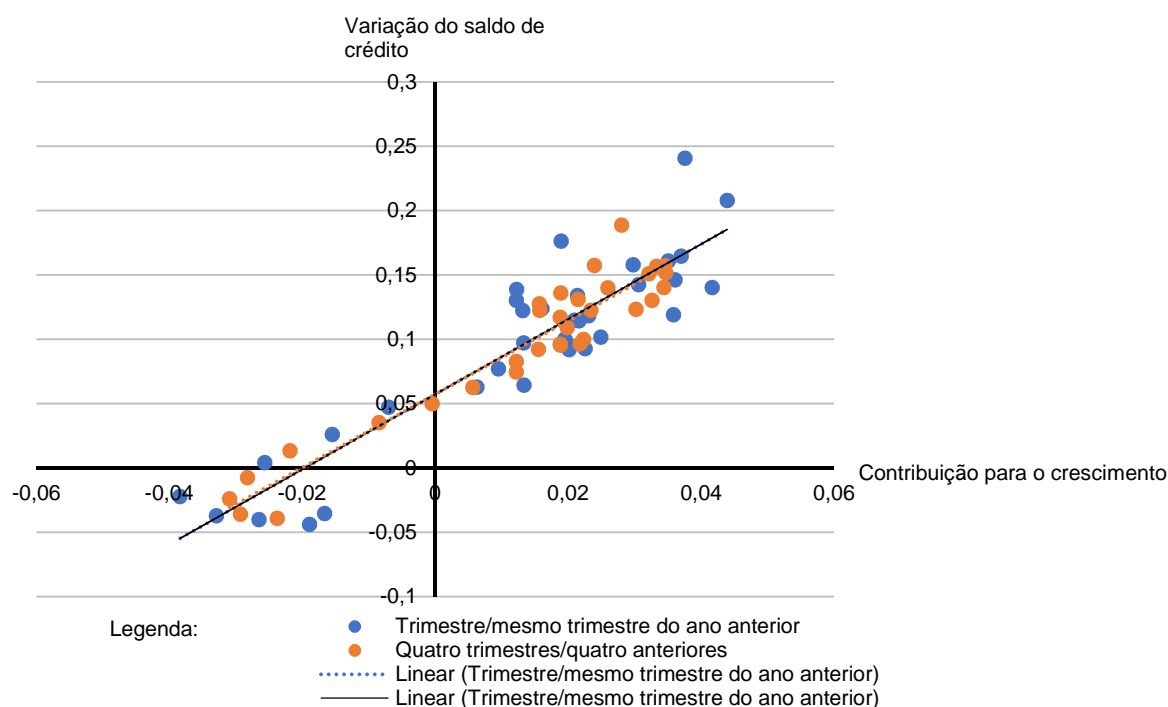
saceleração dos saldos reais de crédito seja tão acentuada quanto à dos componentes da demanda doméstica, esta avaliação preliminar sugere que os indicadores de crédito evoluíram de modo defasado em comparação com os indicadores de gastos no curso do período 2014-16. Uma análise mais detalhada dessas informações nos permite levantar algumas hipóteses a respeito do comportamento dessas variáveis, a partir da próxima seção.

3.1 Crédito para pessoas físicas

O Gráfico 1 confirma uma grande associação entre a contribuição do consumo para o crescimento do PIB e a variação real dos saldos de crédito para pessoa física, considerando-se o período 2008-2016⁸.

Gráfico 1

Variação real do saldo de crédito para pessoas físicas e contribuição do consumo para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no Brasil — 2.º trim./2008-4.º trim./2016



FONTE DOS DADOS BRUTOS: IBGE (2017).
BCB (2017d).

NOTA: 1. Coeficiente de correlação 1.º trim./1.º trim.: 0,911.
2. Coeficiente de correlação 4.º trim./4.º trim.: 0,953.

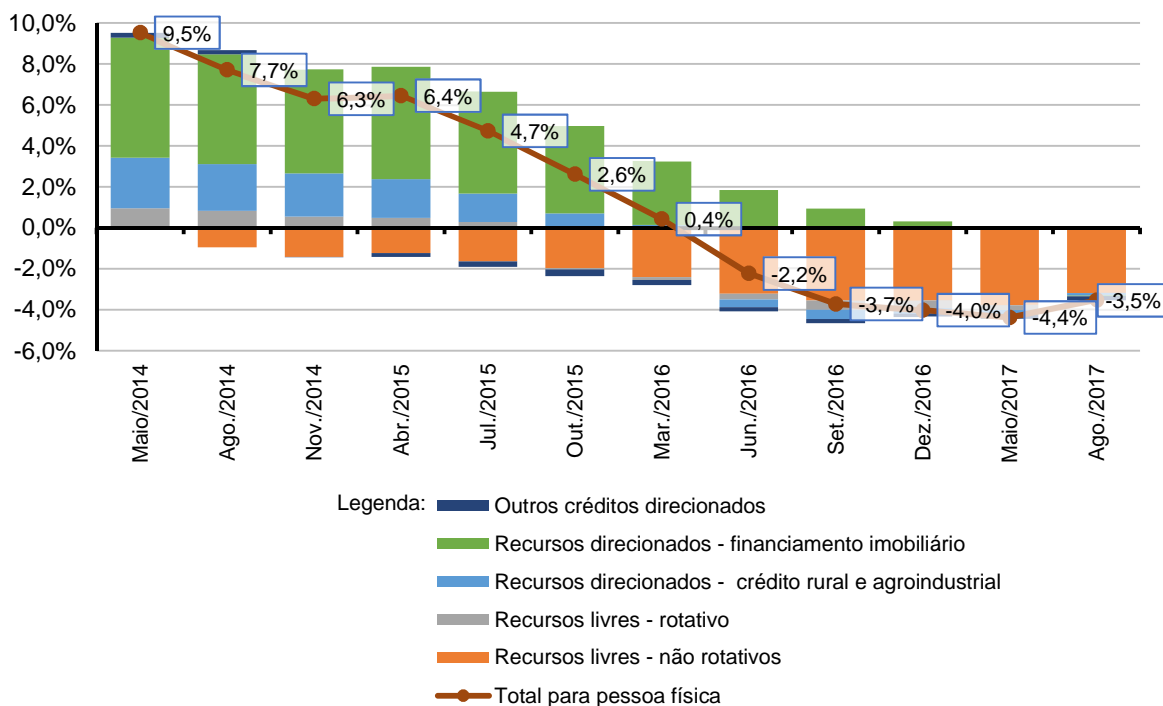
De um modo geral, períodos de elevado crescimento nos saldos de crédito para pessoas físicas ocorreram simultaneamente à elevada contribuição do consumo das famílias para o crescimento do PIB. Nos períodos em que houve variação negativa nos saldos de crédito para pessoa física, a contribuição do consumo das famílias para o crescimento do PIB foi pequena ou negativa. Tal correspondência sugere que a hipótese de associação entre as decisões de consumo e os saldos reais de crédito para pessoas físicas tenha de fato fundamento empírico em uma primeira aproximação, embora, não se possa definir, a partir dos dados, a relação e o sentido de causalidade entre as variáveis.

O Gráfico 2 mostra como se decompõem as variações anuais dos saldos de crédito à pessoa física por segmentos no período 2014-16. Nele percebe-se que a desaceleração dos saldos totais de crédito teria se revelado alguns trimestres antes, não fosse o comportamento do segmento de crédito direcionado à habitação.

⁸ Apesar de o restante do texto focar-se no período 2014-16, optou-se por uma periodicidade maior para mostrar a relação entre as variáveis com um maior número de observações.

Gráfico 2

Contribuição para variação real do saldo de crédito para a pessoa física, por segmentos, no Brasil — 2014-16



FONTE: BCB (2017d).

NOTA: Trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior.

Os recursos direcionados ao financiamento imobiliário passam de taxas de crescimento maiores do que 20% em 2014 para uma relativa estabilidade em 2016, chegando a registrar taxas negativas ao longo do ano. Até a metade de 2015, entretanto, o crescimento do valor real dos saldos de financiamentos imobiliários compensava a intensa queda no segmento de crédito não rotativo, determinando crescimento positivo do saldo total para pessoas físicas. Em 2016, as pequenas contribuições ao crescimento do crédito imobiliário já não foram suficientes para evitar a contração do total. O crédito com recursos livres passa a decair já no segundo trimestre de 2014, puxado pelo crédito não rotativo, segmento de maior participação nos recursos livres à pessoa física. A contração torna-se progressivamente mais intensa ao longo de 2015 e 2016. O crédito direcionado à atividade rural também cresce a taxas decrescentes até o segundo semestre de 2015, quando passa a decrescer.

Parece pertinente, portanto, atribuir ao comportamento do crédito imobiliário um papel central na explicação para o fato de que houve certo “atraso” da desaceleração dos saldos de crédito para pessoas físicas, comparado ao movimento de contração do consumo das famílias, verificado já no primeiro trimestre de 2015. Tal constatação torna fundamental explicitar algumas particularidades envolvidas neste segmento de crédito. Em primeiro lugar, é preciso observar que parte do crédito residencial financia aquisição de imóveis usados. Tais operações estão relacionadas a transferências de propriedade, não a novos fluxos de produção, e por esta razão não são contabilizadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) nas contas nacionais⁹. Apenas o acréscimo de novos imóveis é contabilizado na metodologia do IBGE e, mesmo tendo sido adquiridos por pessoas físicas, tais imóveis não são considerados como gastos relativos ao consumo das famílias, mas como parte da formação bruta de capital fixo.

Com respeito, portanto, à relação entre o agregado do crédito para pessoas físicas e as decisões de consumo, a parcela que representa o crédito residencial precisa ser avaliada em perspectiva específica. Mesmo que os gastos associados aos novos imóveis sejam contabilizados como formação bruta de capital fixo, ao menos dois efeitos indiretos podem ser apontados sobre as decisões de consumo: (a) as amortizações e os juros decorrentes dos financiamentos imobiliários constituem serviço do passivo acumulado pelas pessoas físicas e assim têm in-

⁹ A variação patrimonial decorrente da transação de imóveis usados é captada pelo IBGE via Contas Econômicas Integradas. Para que uma transação como essa pudesse ter efeito sobre o PIB, um eventual ganho de capital associado teria de induzir uma decisão de gasto, seja em investimento ou em consumo.

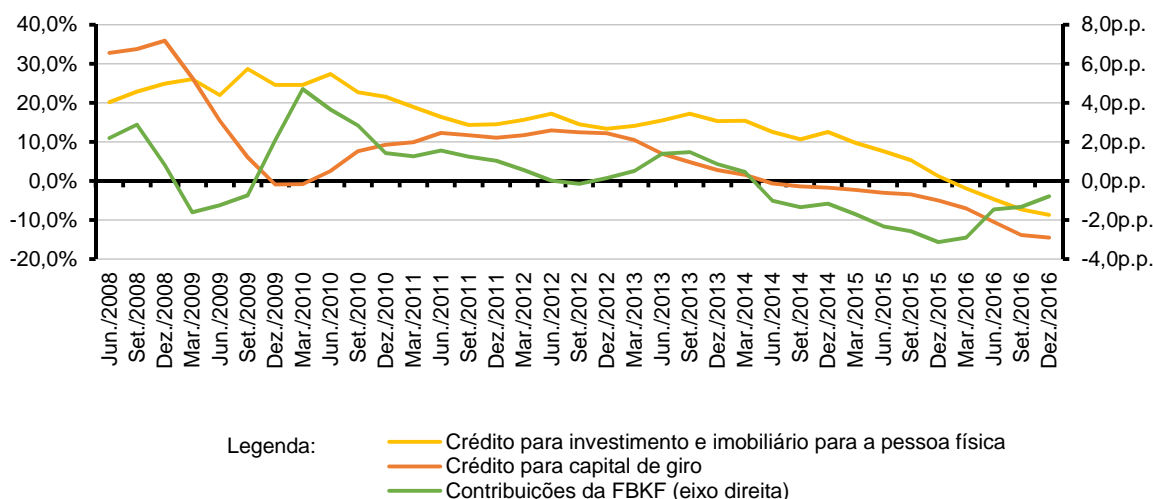
fluência sobre o comprometimento da renda das famílias, portanto nas suas restrições orçamentárias; (b) a montagem de novas residências vem sempre acompanhada por aquisição de certo conjunto de equipamentos domésticos. Dessa forma, o fato da aquisição de imóveis novos não ser contabilizada como consumo das famílias não significa que as operações de crédito imobiliário sejam irrelevantes para as decisões de consumo¹⁰. Dada sua importância quantitativa e essas particularidades observadas, os saldos de crédito para pessoas físicas destinados ao crédito residencial serão novamente considerados na próxima seção, ao lado dos segmentos de crédito para pessoas jurídicas.

3.2 Crédito para pessoas jurídicas

Analisando-se os saldos de crédito para as pessoas jurídicas, verifica-se que os dados disponíveis não expressam o mesmo grau de regularidade na relação com a contribuição da formação bruta de capital fixo para o crescimento do PIB. Esse fato sugere que as conexões entre as decisões de investimento e as decisões de tomada de crédito por parte de pessoas jurídicas sejam, no mínimo, bem mais complexas quando comparadas às conexões entre o crédito para pessoas físicas e as decisões de consumo.

Gráfico 3

Variações reais dos saldos de crédito para investimento e imobiliário, para capital de giro e contribuições da força bruta de capital fixo (FBKF) para o crescimento do PIB no Brasil — 2.º trim./2008-4.º trim.2016



FONTES DOS DADOS BRUTOS: IBGE (2017).
BCB (2017d).

NOTA: 1. Trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior.

2. O agregado de capital de giro às pessoas jurídicas inclui as modalidades de capital de giro total, vendedor, comprar, cartão de crédito, adiantamento sobre contrato de câmbio, financiamento a importações e exportações, repasse externo, outros créditos livres, capital de giro com recursos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Em investimento à pessoa jurídica, estão incluídas as modalidades de aquisição de bens, arrendamento mercantil, crédito rural, financiamento imobiliário à pessoa jurídica, financiamentos de investimentos, crédito agroindustrial e outros créditos direcionados.

Observando-se o Gráfico 3, constata-se que, no ano de 2008, os saldos de crédito para investimento e capital de giro vinham crescendo a taxas bastante altas (acima de 20% e 30% respectivamente) em combinação com uma contribuição relativamente elevada (2 p.p. aproximadamente) da formação bruta de capital fixo para o crescimento do PIB. Quando esta contribuição cai drasticamente em 2009, verifica-se uma queda importante e praticamente imediata também na taxa de crescimento dos saldos de crédito para capital de giro. Com alguma defasagem, verifica-se também uma redução, bem menos pronunciada e rapidamente revertida, da taxa de crescimento relativa ao crédito para investimento.

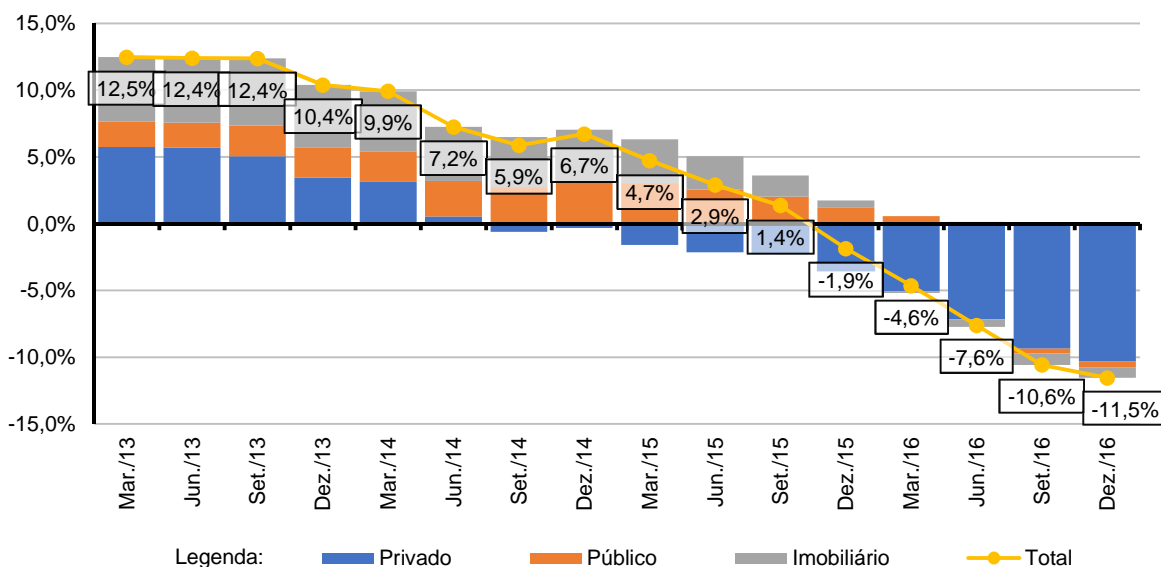
¹⁰ O transcorrer da pesquisa sugere, por exemplo, refazer a dispersão do Gráfico 1 retirando do total os saldos relativos ao crédito habitacional. Optou-se, entretanto, por manter a exposição das informações relativas ao total do crédito para pessoas físicas (incluindo o segmento de crédito residencial) exatamente para ressaltar que pode haver efeitos relevantes, ainda que indiretos, do saldo de crédito habitacional para novos imóveis sobre as decisões de consumo das famílias.

Nos anos seguintes, verificam-se diversas flutuações de curto prazo, sem qualquer associação mais visível. Somente a partir do segundo semestre de 2013 é que fica bem mais clara uma tendência conjunta de desaceleração entre as três séries, e o mesmo pode ser observado no que diz respeito às taxas de crescimento do crédito imobiliário que, desde 2011, também se mostraram persistentemente decrescentes. Entretanto, nota-se que, a partir do segundo semestre de 2014, tanto a formação bruta de capital fixo quanto os saldos de crédito para capital de giro já registravam taxas de crescimento negativas. O mesmo veio a ocorrer com a variação dos saldos de crédito para investimento somente em 2016.

O Gráfico 4 mostra a decomposição das taxas de crescimento de um agregado que engloba os saldos de crédito imobiliário para pessoas físicas e os saldos de crédito para pessoas jurídicas do setor privado e do setor público¹¹.

Gráfico 4

Contribuição para a variação real do saldo de crédito para a pessoa jurídica, por segmento, no Brasil — 2014-16



LEGENDA: Privado Público Imobiliário Total

Fonte: BCB (2017d).
Nota: Trimestre contra trimestre do ano anterior.

Verifica-se que os saldos de crédito destinados ao setor privado já eram decrescentes a partir do terceiro trimestre de 2014, ao passo que as taxas de crescimento do agregado ainda foram positivas até o terceiro trimestre de 2015, em função do crescimento do crédito imobiliário para pessoas físicas e do crescimento do crédito para o segmento público. O crédito concedido para todos os níveis da administração pública e para o setor de serviços industriais de utilidade pública (SIUPs) registrava contribuições bastante relevantes ao crescimento do agregado em 2014, reduzidas significativamente ao longo de 2015 e tornadas virtualmente nulas em 2016.

De acordo com o Relatório de Economia Bancária e Crédito relativo ao ano de 2014, a expansão do crédito para SIUPs e administração pública, naquele ano, esteve fundamentalmente vinculada às obras necessárias para receber os Jogos Olímpicos (BCB, 2015, p. 19). Consultando-se a base de Dados do Sistema de Informações de Crédito (SCR) por sub-região do Banco Central, pode-se constatar que de fato o crédito destinado à pessoa jurídica esteve bastante concentrado no Estado do Rio de Janeiro durante esse período. Tal informação parece constituir parte importante da explicação para o comportamento descrito do segmento público em 2014-16. Na medida em que, já em contexto de austeridade fiscal e contenção de quaisquer novas iniciativas dessa natureza de parte do setor público, as obras destinadas à realização daquele evento foram sendo concluídas, reduziram-se drasticamente as demandas de crédito de parte desse segmento.

Com efeito, considerando-se o agregado dos saldos de crédito do Gráfico 4 como uma primeira aproximação sobre as operações de crédito vinculadas aos gastos contabilizados como investimento pelo IBGE, os segmentos

¹¹ Designa-se, “público”, neste artigo, o agregado dos serviços industriais de utilidade pública (SIUP), que compreende atividades relativas à energia elétrica e saneamento básico, e da administração pública (que compreende todos os poderes e níveis de governo). Sob a rubrica “imobiliário” está o crédito imobiliário à pessoa física e a parcela da indústria relativa à construção. Os demais setores estão sob a agregação “privado”.

público e residencial foram os determinantes para o “atraso” verificado na queda, ao longo de 2015. Considerando-se apenas o comportamento do segmento privado, verifica-se que este se contrai desde 2014 e aprofunda esta tendência em 2015-16, de forma semelhante ao que ocorreu com o crédito para capital de giro (Gráfico 3). Assim, no que diz respeito à conexão com a formação bruta de capital fixo, foram as operações para as pessoas jurídicas do setor privado e as operações destinadas ao capital de giro que demonstraram maior sincronia com a evolução recessiva das decisões de investimento registrada no período posterior a 2014.¹²

Independentemente dessas considerações, deve-se, entretanto, destacar a importância quantitativa tanto dos saldos de crédito imobiliário quanto dos saldos de crédito destinados ao segmento público para a evolução dos saldos globais de crédito considerados no Gráfico 4. Parece claro que os saldos de crédito considerados nesta seção, tomados conceitualmente como aqueles mais associados aos gastos de investimento, podem ser fortemente influenciados por aspectos cuja determinação independe da ação da política monetária na definição da taxa básica de juros. Decisões de política pública mais geral, como a realização dos Jogos Olímpicos no Brasil, bem como as condições de acesso da população ao crédito imobiliário, também são elementos centrais a serem considerados.

Em síntese, procura-se apontar, nesta seção, a grande associação existente entre as variações dos saldos de crédito para pessoas físicas (incluído o crédito imobiliário) e as contribuições do consumo das famílias para o crescimento do PIB. Com respeito ao crédito para pessoas jurídicas, os dados disponíveis para um período mais longo não mostram associação tão sistemática com a contribuição da formação bruta de capital fixo, ainda que no período mais curto posterior a 2014, tal associação tenha sido mais visível, especialmente se considerado o crédito para capital de giro e as operações com pessoas jurídicas do setor privado. Constatou-se que decisões de política pública mais amplas, tomadas com bastante antecedência, tiveram impacto expressivo sobre o comportamento do crédito no período recente. Observando-se a questão sob o ângulo das possibilidades de uma recuperação substantiva do crescimento da demanda agregada, em conexão com os saldos de crédito, os dados sugerem que decisões de investimento público e de investimento residencial poderiam constituir-se em vetores de estímulo mais autônomos, capazes de reverter uma tendência de forte contração. Ao permanecer a orientação de austeridade fiscal, entretanto, a possibilidade de retomada do investimento público parece bem pouco plausível. As condições para uma retomada do crédito imobiliário serão discutidas na próxima seção, em conjunto com uma avaliação geral sobre as perspectivas para o crescimento do crédito para o setor privado.

4 Análise dos condicionantes para a tomada de crédito pelo setor privado

A partir das observações anteriores a respeito da evolução do volume de crédito destinado às pessoas físicas e jurídicas, resta analisar em que medida o mercado de crédito poderia, potencialmente, constituir um vetor de retomada do crescimento da demanda efetiva, em função de decisões tomadas pelo setor privado. Para tanto, são analisados alguns elementos condicionantes das decisões de gasto das famílias e das empresas, associados aos dois nexos discutidos na seção 2. As condições do mercado de crédito para pessoas físicas são avaliadas de modo associado às condições do mercado de trabalho, ao passo que as condições do mercado de crédito para pessoas jurídicas são avaliadas como associadas às condições do grau de utilização da capacidade produtiva e da demanda esperada.

4.1 Comprometimento da renda e mercado de trabalho

Em primeiro lugar, é importante avaliar se houve alguma melhora das condições para a retomada do crescimento do crédito ao longo do seu processo de contração. O consumo das famílias é aqui considerado um componente decisivo para uma retomada da dinâmica de crescimento da demanda agregada no caso brasileiro (Lara, 2015). Na seção anterior, foi apontado importante associação entre a contribuição desse componente para o crescimento do PIB e os movimentos dos saldos de crédito para as pessoas físicas. Independentemente de qualquer consideração sobre a causalidade envolvida, esta constatação empírica sugere que deve haver grande interseção

¹² O mesmo não possa ser dito com respeito à queda de intensidade da contração dos investimentos, observada ao longo de 2016, não verificada nos saldos de crédito. Conforme observado, as relações entre formação bruta de capital fixo e crédito parecem bem mais complexas do que aquela que existe entre o consumo das famílias e os saldos de crédito. Um aprofundamento dessa investigação pode considerar somente o investimento privado e os indicadores de crédito para o setor privado, de modo a verificar se há maior associação.

entre os determinantes da decisão de gastos em consumo de parte das famílias e os determinantes da decisão de tomada de crédito para as pessoas físicas.

Sendo assim, perguntas que parecem relevantes para se investigar são: haveria algo no movimento recente de contração do crédito que possa conter em si alguma perspectiva de que os saldos devam voltar a crescer? A contração do crédito trouxe consigo alguma mudança importante nos determinantes daquelas decisões? Conforme mostrado na seção anterior, houve maior persistência do crescimento do crédito imobiliário comparativamente aos demais segmentos de crédito para pessoas físicas, ao longo do processo recessivo. Tal comportamento determinou uma mudança de composição importante no estoque de crédito para pessoas físicas, comparativamente à condição prévia. Considerando valores reais de dezembro de 2013, ponto em que o saldo total de crédito à pessoa física era praticamente o mesmo de dezembro de 2016, a queda de 13% do saldo de crédito livre foi compensada pelo aumento de 27% do crédito imobiliário. Sendo o crédito imobiliário uma modalidade de crédito caracterizada por prazos de amortização maiores e taxas de juros menores, a mudança de composição poderia teoricamente induzir redução do comprometimento da renda corrente das famílias¹³ com os serviços do passivo acumulado. Um alívio dessa natureza nos orçamentos familiares poderia, conforme já observado, induzir retomada dos gastos de consumo. Com base nesse argumento, seria possível projetar que dados o processo de contração do crédito global e a mudança de composição, o ambiente posterior seria favorável para um aumento do consumo, tanto por maior disponibilidade de renda corrente quanto pela possibilidade de novas operações de crédito.

Observando a composição desse comprometimento, que alcançou 21,9% em dezembro de 2016, constata-se, entretanto, que, desde dezembro de 2013, houve uma redução da parcela da renda comprometida com **amortizações** (queda de 1,8 p.p.), mas essa foi quase completamente anulada pelo aumento da parcela comprometida com **pagamento de juros** (elevação de 1,6 p.p.). Apesar da mudança de composição mencionada, não houve, portanto, uma melhora das condições de comprometimento.

Ocorre que, conforme identificado em Paim (2015), o perfil da dívida das famílias, no Sistema Financeiro Nacional, caracteriza-se por prazos curtos e juros altos. Em momentos mais críticos da atividade econômica e do emprego, as famílias tendem a utilizar com mais intensidade as modalidades de crédito pré-aprovadas, como o cheque especial e o cartão de crédito. As taxas de juros relativamente mais altas e os prazos mais curtos dessas operações contribuem para a elevação do comprometimento da renda, quando cresce a sua participação no estoque total (Paim, 2015). Ao lado desse movimento, há que se apontar a elevação, ao longo de 2014 e 2015, tanto da taxa básica de juros por parte do Banco Central quanto do *spread* bancário das instituições financeiras, que implicaram em aumento do custo do crédito para o consumidor. Desse modo, ainda que tenha havido uma mudança positiva na composição entre crédito imobiliário e demais segmentos, também houve uma deterioração do perfil do endividamento no que diz respeito ao restante do estoque, compensando qualquer mudança positiva que pudesse ocorrer em função das alterações de composição relativas ao crédito imobiliário. Assim, apesar da contração dos saldos globais de crédito à pessoa física e da mudança de composição em direção a uma maior participação do crédito imobiliário, não se observou, ao longo do mesmo período, qualquer impacto positivo relevante em termos de redução do comprometimento da renda das famílias com o serviço das dívidas previamente contraídas. Sob essa perspectiva, diversas análises apontaram, com exatidão, que o ciclo de redução da taxa básica de juros iniciado em outubro de 2016 poderia resultar finalmente em maior espaço para um novo ciclo de endividamento das famílias, o que permitiria a expansão do consumo e da demanda agregada. Experiência recente demonstra, entretanto, que a transmissão entre uma redução da taxa básica de juros — definida pelo Banco Central — e a taxa de juros ao consumidor — definida pelos bancos comerciais — não é um resultado automático. Ao longo do ano de 2016, houve uma mudança de estratégia de parte dos bancos públicos, que passaram a buscar recomposição de rentabilidade via elevação dos *spreads*. Tal movimento acabou induzindo um aumento da taxa de juros para os consumidores finais, em contexto de estabilidade da taxa Selic (Paim, 2017). O comportamento do *spread* bancário pode assim anular, ou mesmo reverter, os efeitos de uma queda da taxa básica de juros sobre o custo do crédito ao consumidor.

Supondo-se superados esses obstáculos na transmissão da política monetária para o consumidor final, e admitindo-se, portanto, que, mesmo com alguma defasagem, a taxa de juros definida pelos bancos comerciais efetivamente caia, poderia haver, então, de fato, certo alívio nos orçamentos familiares. Se, por um lado, em momentos de aperto monetário, o perfil da dívida das famílias, concentrado em juros pós-fixados (cartão de crédito e cheque especial), agrava a situação do comprometimento da renda, por outro, em momento de alívio monetário, abre-se espaço no orçamento da família devido à queda no custo do serviço da dívida. No entanto, o impacto é limitado ao espaço aberto no comprometimento da renda derivado da queda dos juros.

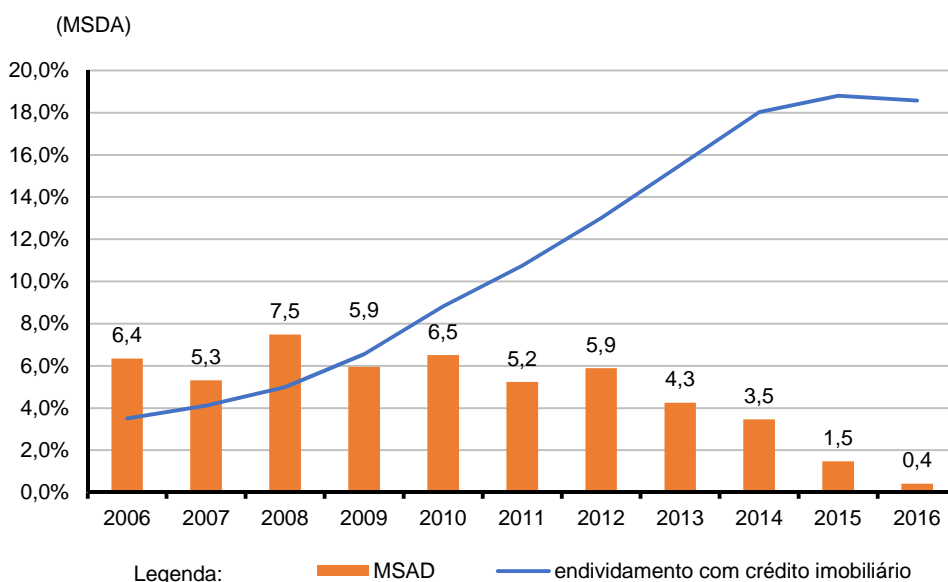
¹³ O comprometimento da renda das famílias expressa a relação entre o valor total das parcelas a serem quitadas em cada mês (calculada utilizando-se o valor total devido em cada modalidade, as taxas médias de juros e o prazo médio) e a massa de rendimento das famílias (com base no indicador de Massa Salarial Ampliada Disponível).

Sob esse ponto de vista, outra ação governamental recente, que precisa ser avaliada em seus possíveis efeitos sobre o mercado de crédito para o consumidor, é a liberação para o saque de recursos de contas inativas do FGTS¹⁴. Especialmente no caso de famílias já excessivamente endividadas e com importante parcela da renda comprometida com os serviços do passivo, os referidos saques poderiam proporcionar alguma redução daqueles débitos¹⁵. Se essa redução ocorresse na parcela da dívida de maior custo e/ou menor prazo, certamente que poderia trazer alívio aos orçamentos domésticos e estimular indiretamente o consumo. Desse modo, a depender da intensidade com que possa ocorrer um ajuste patrimonial dessa natureza — no qual as famílias renunciam ao FGTS acumulado para amortizar débitos cujo serviço tenha elevado impacto sobre a renda corrente — também poderia resultar algum aumento na capacidade de retomar o consumo.

Entretanto, mesmo assumindo quaisquer hipóteses otimistas sobre o comportamento dos serviços do passivo acumulado, haveria que ponderar ainda que a condição de comprometimento da renda das famílias depende decisivamente também da base de comparação utilizada. O Gráfico 5 mostra as taxas de crescimento da massa salarial ampliada disponível¹⁶ ao longo do período 2006-16 e o nível de endividamento com crédito habitacional, resultado da divisão do saldo de crédito imobiliário pela massa salarial acumulada em 12 meses.

Gráfico 5

Média anual da massa salarial ampliada disponível (MSAD) e variação anual do endividamento com crédito imobiliário no Brasil — 2006-16



FONTE: BCB (2017D).

NOTA: Variação anual deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

As taxas de crescimento da massa salarial verificadas em 2015 (1,5%) e 2016 (0,4%) foram bastante inferiores ao crescimento médio dos demais anos, que havia sido de 5,6%. Sem a retomada de um crescimento consistente da massa salarial, a razão que mede o comprometimento da renda das famílias dificilmente poderá ser reduzida de forma significativa, mesmo que haja alguma redução do crescimento dos serviços dos passivos acumulados.

¹⁴ Tal vínculo não se encontra adequadamente considerado no Ministério do Planejamento (2017), visto que o documento Ministério do Planejamento (2017) parece sugerir que a totalidade dos saques das contas inativas do FGTS seria acrescido ao consumo das famílias. Naturalmente que, ao permitir o saque em dinheiro do FGTS, ele pode, a rigor, ser utilizado para saldar qualquer débito anterior. Nessa medida, impossível de quantificar, *a priori*, o montante sacado não poderia estar automaticamente financiando novos gastos. Seu efeito poderia ser neste caso indireto e decorrente de um alívio no comprometimento da renda com os serviços de dívidas já contraídas.

¹⁵ Uma pesquisa do Serviço Central de Proteção ao Crédito de Boa Vista (SCPC) indicou que o saldo sacado do FGTS foi predominantemente utilizado para saldar dívidas e, inclusive, não teria sido suficiente para quitá-las em sua totalidade. (SCPC Boa Vista).

¹⁶ A Massa Salarial Ampliada Disponível é disponibilizada pelo Banco Central do Brasil e agrega a massa de rendimentos do trabalho, os benefícios previdenciários, os programas de proteção social do governo e os rendimentos financeiros das famílias, descontados Imposto de Renda e Contribuições Previdenciárias.

Essa última constatação sobre o comportamento da massa salarial no biênio 2015-16 permite formular uma hipótese para o comportamento do crédito imobiliário que, como visto na seção anterior, se desacelerou fortemente nesse mesmo período, chegando a um crescimento virtualmente nulo. Em primeiro lugar, a forte desaceleração verificada na massa salarial parece refletir não só a intensidade da recessão em si, mas também, em alguma medida, os efeitos distributivos associados à conjuntura macroeconômica do período (ver Lara, 2016a). Ainda que a desaceleração do crescimento econômico brasileiro venha se manifestando, a rigor, desde 2011 e que, para muitos, a recessão registrada no período mais recente tenha começado ainda em 2014, ao longo desse ano ainda vigorava, no mercado de trabalho, uma condição de elevado poder de barganha dos assalariados, revertida de uma forma um tanto abrupta no ano seguinte (Summa, 2015).

Assim, ainda que não se trate exatamente do mesmo fenômeno, parece que as alterações do estado do poder de barganha podem ser tomadas como um parâmetro importante para o contexto em que os assalariados tomam uma decisão de investimento residencial conectada com as operações de crédito imobiliário. Dado que a compra de um imóvel representa uma decisão de gasto e de crédito de elevado montante, mas que compromete uma parcela menor da renda, devido ao prazo de amortização bastante longo e às taxas de juros relativamente mais baixas, ela é influenciada não apenas pela renda corrente do potencial demandante, como também pelas suas perspectivas futuras. Pelas suas próprias características, portanto, o crédito residencial é possivelmente aquela modalidade em que se configura mais intensamente a conexão entre as perspectivas de emprego, especialmente do emprego formal¹⁷ e a decisão de gasto associada à demanda de crédito. A relativa persistência do crescimento das operações de crédito imobiliário em 2014 e a sua rápida desaceleração em 2015 parecem conectadas, portanto, à abrupta mudança das condições do mercado de trabalho verificada entre esses dois anos, como pode ser identificado (Gráfico 5) por meio da estabilização do nível de endividamento das famílias com esse tipo de crédito.

Na medida em que as perspectivas para o curto e médio prazos conduzem a uma expectativa muito distinta das condições do mercado de trabalho que vigoraram ao a partir de 2005 até 2014, parece bastante reduzida a possibilidade de o segmento imobiliário voltar a liderar uma robusta expansão do crédito, dos gastos de consumo e da atividade econômica. A redução dos indicadores de formalização, a insegurança dos assalariados diante de um conjunto de reformas na legislação trabalhista e previdenciária, o risco da perda do emprego em meio a um baixo nível de atividade e a baixa perspectiva de ganhos reais no futuro próximo são fatores que constroem significativamente as decisões dessa natureza. Sem uma retomada da geração de postos formais de trabalho, dificilmente o comportamento do crédito imobiliário poderá viabilizar uma retomada do crescimento do crédito.

Em síntese, portanto, as condições de comprometimento da renda das famílias podem não ser aliviadas mesmo diante de uma queda dos saldos totais de crédito, em função de movimentos relativos ao custo do crédito e aos prazos envolvidos nas operações. A estratégia dos bancos públicos que concorrem com as instituições financeiras privadas (influenciando assim os *spreads* bancários), bem como a composição do endividamento das famílias entre diferentes tipos de operações, são fatores que estão ao lado da taxa básica de juros e do tamanho do estoque de dívida, na determinação do comprometimento da renda das famílias. Algum efeito positivo sobre o consumo das famílias poderá resultar da redução da taxa básica de juros e/ou de mudanças de composição que reduzam o custo efetivo do crédito. Tratar-se-ia, no entanto, de um fenômeno completamente distinto em comparação, por exemplo, ao que se observou na primeira década dos anos 2000, quando um conjunto de inovações financeiras e um processo bastante dinâmico de geração de empregos formais permitiu a ampliação da base do crédito em geral e, particularmente, do crédito imobiliário, com importantes efeitos positivos sobre a indústria da construção civil e de bens duráveis de consumo.

4.2 Financiamento do investimento privado e utilização da capacidade instalada

Um dos aspectos mais notáveis da recessão recente foi a expressiva contração da formação bruta de capital fixo. O índice de volume divulgado pelo IBGE nas contas trimestrais referente ao segundo trimestre de 2017 é 25,21% menor do que aquele referente ao segundo trimestre de 2014. O estudo do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais do Centro de Estudos de Mercado e Capitais (Ibmecc/Cemec (2017)) aponta que houve queda de 4,3 p.p. na razão entre a formação bruta de capital fixo por parte do setor privado e o PIB no período 2013-16.

¹⁷ Medeiros (2015) sugere que ao longo da segunda metade da primeira década dos anos 2000 tenha havido um reforço mútuo da relação emprego formal-crédito, na medida em que o maior poder de barganha manifestou-se também em segmentos informais e a demanda por formalização veio justificada, entre outras razões, pela possibilidade de acessar as fontes de crédito disponíveis.

Além desse dado mais agregado, Ibmecc/Cemec (2017) apresenta também uma decomposição da formação bruta de capital fixo entre diferentes fontes de financiamento. Análises recentes como a de Rezende (2016) têm destacado um aspecto bastante visível naquela decomposição: o aumento da participação das fontes externas de financiamento no período. Sem negar a importância dessa avaliação da composição das fontes de financiamento para as condições de investimento privado, adota-se aqui o enfoque de investigar o comportamento do agregado em função das necessidades de ajuste da capacidade produtiva à demanda. Sob essa perspectiva, parece mais relevante destacar o movimento de redução da participação dos recursos oriundos do BNDES e do uso de recursos próprios de parte das empresas. No contexto de contração da taxa de investimento, significa uma queda ainda mais pronunciada na utilização dessas fontes, comparado ao que ocorreu com a formação bruta de capital fixo de parte do setor privado.

No que diz respeito à parcela do BNDES, parece pouco plausível supor que esse movimento esteja relacionado a mudanças nos custos dos empréstimos associados ao movimento da taxa básica de juros. Uma das justificativas para as alterações propostas recentemente com respeito à extinção da taxa de juros de longo prazo (TJLP) diz respeito justamente à necessidade de aumentar a “potência” da política monetária que seria pequena justamente pela existência de um parâmetro distinto para a concessão de recursos via BNDES.

As condições de restrição de crédito de parte do banco para potenciais tomadores parecem um aspecto mais promissor para explicar a queda, desde que reconhecendo que tais restrições estão relacionadas à análise de viabilidade dos projetos, e que esta última, por sua vez, não pode ser considerada independente do ambiente econômico geral. Esse ponto é importante para destacar que as condições econômicas e financeiras do demandante de crédito também são influenciadas pelo estado geral da utilização da capacidade produtiva e pelas perspectivas de crescimento dos mercados. A depender do estado geral da conjuntura econômica, tais condições podem ser negativamente influenciadas e resultarem em uma avaliação negativa de parte do ofertante de crédito a respeito de alguns potenciais tomadores. Assim, a restrição de oferta de crédito também teria sua origem nas condições da demanda efetiva. Nesses termos, ainda que determinado segmento do setor privado possa ter sido excluído do acesso ao crédito do BNDES, um conjunto de potenciais tomadores seguiu apto a fazê-lo. Caso houvesse boas perspectivas de ampliação de capacidade, teoricamente, as empresas aptas à tomada de crédito poderiam ter, inclusive, compensado uma queda das operações dos agentes cujo crédito tornou-se restrito por essa fonte.

Outra fonte de financiamento que registrou contração mais acentuada do que a própria formação bruta foram os recursos próprios. Com efeito, uma linha de argumentação possível para explicar a queda da taxa de investimento poderia estar ligada à redução da disponibilidade desses recursos, restringindo a capacidade financeira de realizar investimentos. Dessa perspectiva, a desaceleração dos lucros que acompanhou a desaceleração do crescimento estaria na base da forte retração da taxa de investimento. Ainda que concordando com a existência da conexão entre a desaceleração do crescimento e a desaceleração dos lucros em termos absolutos, não parece adequado associar tão fortemente as decisões de investimento à disponibilidade de fundos internos. Isso porque pode haver, teoricamente, recuperação dos lucros e das fontes internas de financiamento sem associação com qualquer recuperação esperada das vendas. Esse seria o caso de grandes desonerações de tributos em meio a uma conjuntura de rápida desaceleração da demanda, por exemplo. Na perspectiva deste artigo, um movimento como esse não teria porque resultar em retomada das decisões de investimento privado. A sustentação ou aumento dos lucros não tem porque resultar em decisão de ampliar a capacidade sem justificativa no crescimento esperado dos mercados, pois, nesse contexto, o resultado seria apenas uma elevação do grau de ociosidade do sistema e, possivelmente, a redução da rentabilidade das empresas.

Dessa forma, torna-se mais adequado associar o movimento dos gastos que ampliam a capacidade produtiva diretamente à dinâmica da demanda efetiva e das vendas e não à disponibilidade de fontes internas de crédito, ainda que, em boa parte das vezes, tais componentes possam estar associados. Ademais, ainda que a utilização de recursos próprios seja bastante importante em termos quantitativos, segundo a estimativa do Cemec, não parece correto subestimar a flexibilidade que o setor privado tem para realizar gastos em montante superior aos recursos próprios disponíveis, quando assim o deseja fazer. Especialmente quando consideradas as grandes empresas, não haveria razão para deixar de acessar tanto os recursos próprios quanto as fontes de crédito disponíveis para investimento, se houvesse necessidade de ampliar a capacidade produtiva.

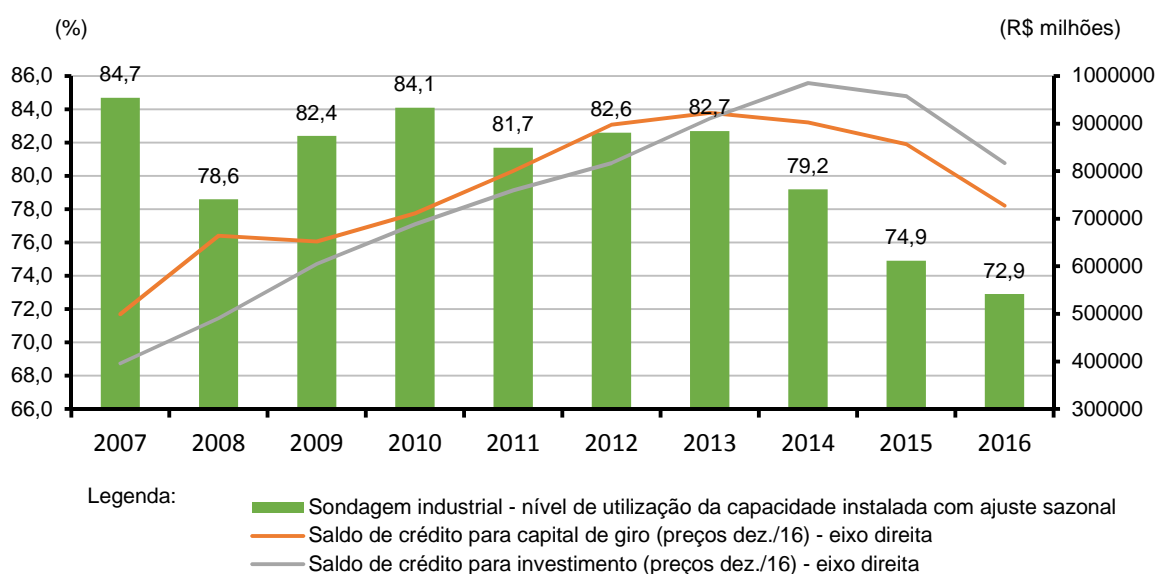
Assim, pressuposto que o investimento privado é induzido pelo desejo de o setor privado ajustar sua capacidade produtiva à demanda esperada, custos menores de empréstimos associados a uma perspectiva de demanda fraca não têm por que resultar automaticamente em decisões de tomada de crédito associadas a decisões de gastos de investimento. Conforme levantado em seções anteriores, entende-se que é nos indicadores de utilização da capacidade instalada que estão as informações mais relevantes para se avaliar a necessidade ou não de o setor privado elevar os gastos em novos bens de capital e de fundamental, portanto, uma expectativa para uma

recuperação dos gastos de investimento. Assumindo que o investimento seja predominantemente induzido pela necessidade de ajuste da capacidade produtiva à demanda esperada acredita-se que, diante de uma recessão de magnitude considerável, cresça o grau de ociosidade do estoque de capital já instalado, desestimulando a realização de novas inversões.

Conforme verificado no Gráfico 6, o indicador de utilização da capacidade produtiva encontrou ao final de 2016 seu patamar mais baixo desde o início da série. Ainda que se perceba uma leve tendência de redução desde 2011, a queda mais expressiva deu-se no período 2014-16. Pode-se constatar, também, a interrupção do crescimento dos saldos de crédito para capital de giro a partir de 2014 e dos saldos de crédito para investimento a partir de 2015, ambas em sequência ao aumento da ociosidade das instalações.

Gráfico 6

Sondagem industrial do nível de utilização da capacidade instalada com ajuste sazonal e saldo de crédito, do capital de giro e para investimento, para pessoa jurídica — 2007-16



FONTE: FGV (2017).

BCB (2017d).

NOTA: Foram considerados os saldos de crédito em final de período.

Outras informações empíricas parecem corroborar a associação entre o grau de utilização da capacidade produtiva e a disposição do setor privado de ampliar a capacidade produtiva. O Relatório de Inflação do Banco Central (2017a) registra que, de fato, o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) está associado de forma direta aos indicadores de produção de bens de capital.¹⁸ Diante da persistência de elevada ociosidade, as previsões do BCB para a taxa de crescimento da FBKF foram sendo persistentemente revistas para baixo ao longo do recente ciclo de redução da taxa básica de juros. Em setembro de 2016, a projeção de crescimento para a FBKF era de 4%, ao passo que, em setembro de 2017, mudou para contração de 3,2% (BCB, 2016; BCB, 2017c; Lara, 2017b). Tendo em vista o movimento recente de queda da demanda de crédito para capital de giro e investimento, consistente com a contração do gasto de investimento associada ao elevado grau de ociosidade, a persistência prevista da contração do investimento não autoriza supor que o crédito para essa finalidade deveria autonomamente liderar essa recuperação.

Em síntese, avaliaram-se, nesta seção, os condicionantes conjunturais relativos ao mercado de crédito para o setor privado como meio para se investigar a possibilidade de retomada dos gastos privados na atual conjuntura. Pelo enfoque aqui adotado, pode-se esperar que alguma recuperação do consumo das famílias resulte de uma redução do custo efetivo do passivo e do comprometimento da renda, mas muito dificilmente poderá estar em

¹⁸ O relatório confere bastante ênfase ao fato de que a resposta positiva da produção de bens de capital ao aumento do grau de utilização da capacidade ocorre mesmo quando a ociosidade é alta. Parece muito importante destacar também que, por aqueles mesmos resultados, apesar da relação direta entre variações na NUCI e na produção de bens de capital ser percebida mesmo em condições de alta ociosidade, o efeito é três vezes superior caso se verifique baixa ociosidade.

curso uma ampliação da base do crédito para investimento residencial e consumo durável com maior dinamismo. Talvez, mais importante do que isso seja tornar explícito que, caso seja efetivo, seria esse o principal canal indireto de transmissão para se compreender alguma recuperação do investimento privado no médio prazo. Deve-se ficar claro que a redução da taxa básica de juros não só não estimulou os gastos de investimento como foi acompanhada de um progressivo pessimismo dos próprios gestores da política macroeconômica quanto ao seu crescimento no curto e médio prazos, desautorizando, portanto qualquer hipótese de alguma transmissão direta entre a taxa básica de juros e o investimento privado.

5 Considerações finais

Apesar do grande número de referências apostando genericamente nos efeitos da redução da taxa de juros para uma recuperação do nível de atividade econômico no debate público brasileiro, escassos tem sido os esforços para se explicitarem os mecanismos de transmissão supostamente envolvidos. Ao longo do assim chamado ciclo de redução da taxa básica de juros, o próprio Banco Central do Brasil alterou de forma bastante significativa o cenário econômico projetado. Ainda que a revisão das previsões do BCB seja um reconhecimento tardio e discreto sobre a ausência de bases concretas para o mercado otimista que predominou no debate público brasileiro após o processo de *impeachment* em 2016, escassa atenção tem sido dispensada para esclarecer por que aquele cenário mostrou-se equivocado. Parece especialmente importante buscar compreender por que mesmo com uma marcada redução da taxa real de juros sob o conceito *ex ante* (Paim, 2017), considerada relevante para a tomada de decisão sobre aplicações alternativas de capital, o BCB foi abandonando sua previsão inicial de crescimento relativamente robusto da formação bruta de capital fixo no ano de 2017. A previsão mais recente aponta nova contração para o referido ano e, se confirmado o resultado, será o quarto ano consecutivo de queda dos gastos de investimento.

Os pontos tratados ao longo deste artigo parecem um caminho interessante para contribuir no esclarecimento desta radical correção de expectativas. Espera-se ter sido exposto um conjunto de elementos que ajudem a vislumbrar que inexistem mecanismos diretos de transmissão entre a redução da taxa básica de juros e uma melhor *performance* do investimento privado. Os efeitos da política monetária sobre os gastos de investimento tendem a ser muito fracos e bastante defasados porque essencialmente indiretos e dependentes de um efeito sobre outro componente do gasto privado, que é o consumo das famílias. Na atual conjuntura, a redução da taxa de juros poderá ter algum efeito positivo sobre o consumo, mas sua efetividade passa pela redução do comprometimento da renda das famílias com os serviços do passivo já acumulado. O relaxamento da restrição orçamentária das famílias poderia contribuir em alguma medida para a recuperação do consumo à medida que permita o aumento dos gastos a partir da renda corrente.

Com efeito, assumir que este canal de transmissão da política monetária para o consumo possa existir não equivale a considerá-la como algo evidente e automático, independente de outras decisões no âmbito da política econômica e das políticas públicas de maneira mais geral. A referida queda do comprometimento da renda com serviços do passivo depende da evolução do custo do crédito e da dinâmica da massa salarial. Com respeito à determinação do primeiro elemento, há que se considerar, por exemplo, a relevância da gestão dos bancos públicos na determinação do *spread* bancário como um aspecto tão decisivo quanto a taxa básica de juros. A rigor, um resultado semelhante de redução do custo do crédito poderia ser obtido sem qualquer redução da taxa básica, via redução dos *spreads* e/ou recomposição patrimonial que implicasse refinanciamento de dívidas antigas de alto custo por novas dívidas com taxas menores. Tais alterações muito provavelmente teriam implicações sobre a rentabilidade global do setor bancário, razão pela qual não parece tão seguro formular hipóteses tão otimistas a respeito.

Ainda que fosse possível formular um cenário otimista sobre o custo efetivo do crédito, há que se considerar o segundo elemento observado acima, que é a dinâmica da massa salarial. Sem um crescimento minimamente razoável da massa salarial, o comprometimento da renda das famílias não pode cair de forma tão consistente. Além disso, seria necessária uma elevação hoje bastante improvável da sensação de segurança dos trabalhadores no emprego para que se retomasse uma dinâmica de ampliação da base de crédito para investimento residencial e bens duráveis, a exemplo do que ocorreu em princípios deste século, quando o crescimento do crédito e a geração de postos formais de trabalho ocorriam simultaneamente. Na ausência dessa dinâmica expansiva, o efeito de uma redução do comprometimento da renda das famílias tende a ser minimizado.

É importante observar que tais condições relevantes para a disposição e capacidade de endividamento podem influenciar decisivamente também a natureza e a extensão das restrições de crédito, pelo lado da oferta. Se

os parâmetros dos bancos para se definirem quais agentes estão aptos à tomada de crédito são estabelecidos em função dos riscos das diferentes operações, então, a referida dinâmica do mercado de trabalho e do comprometimento da renda são elementos importantes nessa determinação. Nesse sentido, as mudanças recentes na legislação trabalhista, incentivando, por exemplo, a geração de empregos intermitentes, não contribui para um relaxamento das restrições de crédito, na medida em que pouco contribuem para a ampliação da base de demandantes de baixo risco a serem identificados pelos ofertantes de crédito. A geração de postos formais de trabalho, com maior regularidade da renda salarial futura, deve resultar em avaliação de risco muito mais favorável de parte dos bancos, facilitando uma expansão dos gastos associados à tomada de crédito.

Em síntese, ainda que uma redução da taxa de juros seja um dos aspectos importantes para normalizar as condições do sistema de crédito brasileiro, as esperanças de que uma robusta recuperação do nível de atividade poderia resultar como efeito da política monetária em contexto de severa austeridade fiscal parece algo ilusório. Nos meses recentes, algum crescimento do consumo, do nível de atividade e da arrecadação de impostos tem sido comemorado pelos gestores da política econômica, sem que o principal canal de transmissão inicialmente previsto — recuperação do investimento privado — tenha-se concretizado. Ao mesmo tempo em que se estimulam os assalariados a gastarem em consumo sua poupança acumulada, promovem-se mudanças constitucionais que impactam negativamente a demanda agregada via contração tanto dos gastos públicos correntes quanto dos investimentos públicos. Nessa conjuntura, a redução da taxa de juros resulta algo bem pouco efetivo para uma retomada significativa da atividade econômica.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Economia Bancária e Crédito**. Brasília, 2015. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2014.pdf>. Acesso em: 30 maio 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de inflação**. Brasília: v. 18, n. 4, dez 2016. p. 1-55. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2016/12/ri201612P.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Inflação**. Brasília: v. 19, n.1 mar. 2017a, p. 1-64. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/03/ri201703P.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Inflação**. Brasília: v. 19, n. 2 jun. 2017b. p. 1-64. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/06/ri201706P.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Inflação**. Brasília: v. 19, n. 3 set. 2017c. p. 1-72. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/09/ri201709P.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. 2017d. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 13 out. 2017.

BANK OF ENGLAND. **Quarterly Bulletin**, v. 54, n.1, Q1, 2014. Disponível em: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1.pdf>>. Acesso em: 30 maio 2017.

BRASIL. Ministério do Planejamento. Secretaria de Planejamento. **Impacto das Medidas do FGTS sobre a Economia**, Brasília. 10 de março de 2017. Disponível em: http://www.planejamento.gov.br/publicacoes/estudos-economicos/impactodasmudanasregulatriasnofgtsecc20170310_v4.pdf. Acesso em: 30 maio 2017.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VVARGAS. **FGVDados**, 2017. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92C493F131B2>>; Acesso em: 13 out. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE) Sistema IBGE de Recuperação Automática – SIDRA. 2017. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 13 out. 2017.

IBMEC/CEMEC. **Relatório trimestral de financiamento dos investimentos no Brasil**. Rio de Janeiro: IBMEC, mar. 2017. Disponível em: <http://ibmec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/10/NOTA-CEMEC-02_2017-Padiao-de-Financiamento-das-Empresas-2000-a-2016.pdf>. Acesso em: 31 maio 2017.

QUEDA do juro é esperança para reanimar a economia. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 jul. 2017. Editorial. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5057622/queda-do-juro-e-esperanca-para-reanimar-economia>>. Acesso em 25 ago. 2017.

LARA, F. M.. As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-2014). **Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v. 43, p. 23-40, 2015. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/3611>>. Acesso em: 30 maio 2017.

LARA, F. M. Todos perderam com a recessão em 2015? **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, ano 25, n.11, p. 1-2, 2016a. Disponível em: <<http://carta.fee.tche.br/article/todos-perderam-com-a-recessao-em-2015/>>. Acesso em: 31 maio 2017.

LARA, F. M. Política econômica e perspectivas para a economia brasileira. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, ano 25, n.11, p. 1-2, 2016b. Disponível em: <<http://carta.fee.tche.br/article/politica-economica-e-perspectivas-para-a-economia-brasileira/>>. Acesso em: 31 maio 2017.

LARA, F. M. A recessão brasileira pelo retrovisor. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, ano 26, n.4, p. 7-8, 2017. Disponível em:< <http://carta.fee.tche.br/article/a-recessao-brasileira-pelo-retrovisor/>>. Acesso em: 31 maio 2017a.

LARA, F. M. Consumo e investimento: avaliando as previsões do Banco Central do Brasil para o ano de 2017. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, ano 26, n.11, p. 5-6, 2017b. Disponível em: <<http://carta.fee.tche.br/article/consumo-e-investimento-avaliando-as-previsoes-do-banco-central-do-brasil-para-o-ano-de-2017/>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

FREITAS, F; SERRANO, F. Growth Rate and Level Effects, the Stability of the Adjustment of Capacity to Demand and the Sraffian Supermultiplier. **Review of Political Economy**, v. 27, n. 3, p. 1-24, 2015. DOI: 10.1080/09538259.2015.1067360.

FURMAN, J. **The New View of fiscal policy and its application**. VOX. Centre for Economic Policy Research Portal, 2016. Disponível em: <<http://voxeu.org/article/new-view-fiscal-policy-and-its-application>>. Acesso em: 31 maio 2017.

MEDEIROS, C. A. **Inserção externa, crescimento e padrões de consumo na economia brasileira**. Brasília: IPEA, 2015. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/20150415_livro_insercao-externa.pdf>. Acesso em: 31 maio 2017.

MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 2008. [1986].

MOORE, B. J. **Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money**. Cambridge: CUP, 1988.

PAIM, B. Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 2, p. 25-40, 2013. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/3499>>. Acesso em: 31 maio 2017.

PAIM, B. Perfil da dívida das famílias e o Sistema Financeiro Nacional. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 42, n. 4, p. 9-24, 2015. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/3499>>. Acesso em: 31 maio 2017.

PAIM, B. O longo caminho entre o Copom e o consumidor. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, ano 26, n. 2, p. 3-4, 2017. Disponível em: <<http://carta.fee.tche.br/article/o-longo-caminho-entre-o-copom-e-o-consumidor/>>. Acesso em: 31 maio 2017a.

PAIM, B. Taxa de juros: entre a efetiva e a esperada. **Carta de Conjuntura FEE**, Porto Alegre, ano 26, n. 10, p. 3-4, 2017. Disponível em: <<http://carta.fee.tche.br/article/taxa-de-juros-entre-a-efetiva-e-a-esperada/>>. Acesso em: 29 nov. 2017b.

REZENDE, F.C. **Financial Fragility, Instability and the Brazilian Crisis: a Keynes- Minsky -Godley Approach.**, Multidisciplinary Institute for Development and Strategy (MINDS), Rio de Janeiro, 2016. (Discussion paper 01). Disponível em: <<http://www.minds.org.br/media/papers/wp-minds-201601-rezende57aa276042e28.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2017.

SAQUE FGTS inativo: trabalhadores priorizam pagamento de dívidas do cartão de crédito em atraso, constata Boa Vista. **Boa Vista SCPC**, 10 jul. 2017. Disponível em: <<http://www.boavistaservicos.com.br/sem-categoria/saque-fgts-inativo-trabalhadores-priorizam-pagamento-de-dividas-do-cartao-de-credito-em-atraso-constata-boa-vista-spc/>>. Acesso em: 18 set.2017.

SERRANO, F. Acumulação e Gasto Improdutivo na Economia do Desenvolvimento. In: José Luís Fiori; Carlos Medeiros. (Org.). **Polarização Mundial e Crescimento**. Petrópolis: Vozes, 2001. p. 135-164.

SERRANO, F.; SUMMA, R.. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. **OIKOS** (Rio de Janeiro), América do Norte, 11, dez. 2012. Disponível em: <<http://www.revistaokos.org/seer/index.php/oikos/article/view/311/174>>. Acesso em: 30 maio 2017.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, p. 383, 2013. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/2948>>. Acesso em: 30 maio 2017.

SETTERFIELD, M. Using Interest Rates as the Instrument of Monetary Policy: Beware Real effects, Positive Feedbacks, and Discontinuities. **Ensayos Económicos**, Central Bank of Argentina, Economic Research Department, vol. 1(70), pages 7-22, June, 2014. Disponível em: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/70_Setterfield.pdf>. Acesso em: 30 maio 2017.

SUMMA, R. Mercado de trabalho e a evolução dos salários no Brasil. **Revista da Sociedade de Economia Política**, n. 42, p. 10-25, out 2015-jan. 2016.

SUMMA, R.; LARA, F.; SERRANO, F. PIB, demanda efetiva e variação de estoques: uma visão pessimista do que já ocorreu em 2017. **Brasil Debate**, jun. 2017. Disponível em: <<http://brasildebate.com.br/pib-demanda-efetiva-e-variacao-de-estoques-uma-visao-pessimista-do-que-ja-ocorreu-em-2017/>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

SHAPIRO, E. **Análise Macroeconômica**. São Paulo: Atlas, 1975.