

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O CONSUMO FINANCIADO PELO CRÉDITO E O
CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE
2003 E 2014**

João Francisco Leão de Aquino Silveira

Matrícula nº: 113029844

Orientador: Prof. Dr. Ricardo de Figueiredo Summa

ABRIL 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O CONSUMO FINANCIADO PELO CRÉDITO E O
CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE
2003 E 2014**

João Francisco Leão de Aquino Silveira

Matrícula nº: 113029844

Orientador: Prof. Dr. Ricardo de Figueiredo Summa

ABRIL 2019

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a todos que contribuíram para a conclusão desta importante etapa que é o encerramento de minha graduação. Para isso, agradeço não só aqueles que auxiliaram na elaboração e conclusão do presente trabalho, mas na minha constituição enquanto indivíduo.

Sendo assim, agradeço aos meus pais, Ligia e Paulo, pela formação, construção de valores, pelo apoio e sacrifícios realizados que permitiram alcançar essa etapa. Agradeço, também, aos meus irmãos Maria e Rafael, pelo companheirismo e pelos ensinamentos prestados. Não poderia deixar de agradecer também à Ligia que, como uma segunda mãe, acompanha minha história desde a entrada no Ensino Fundamental, com diversos ensinamentos e momentos compartilhados.

Dedico especial agradecimento à minha companheira Maria Gabrielle, que esteve ao meu lado nos últimos 6 anos, me apoiando, me incentivando e colaborando na construção da pessoa que sou hoje.

Agradeço aos alunos, professores e demais funcionários da UFRJ por todo o conhecimento, aprendizado e troca ao longo da minha graduação. Em especial, gostaria de agradecer aos amigos Daniel, Raphael e Vinicius pelo companheirismo e amizade e ao meu orientador, Ricardo Summa, por todo conhecimento, dedicação e disponibilidade durante não só a construção desta monografia, como nas aulas.

RESUMO

Este trabalho busca analisar o debate acerca do ciclo de crescimento baseado no consumo financiado pelo crédito livre às famílias da economia brasileira no período entre 2003 e 2014, bem como avaliar a sustentabilidade desse ciclo. Para isso, são apresentados modelos teóricos sobre o impacto do consumo financiado pelo crédito no crescimento econômico e as políticas implementadas pelo governo no período em questão, juntamente com um breve panorama da conjuntura econômica brasileira no período em questão.

LISTA DE FIGURAS

- 1 Crescimento do PIB Brasil x Mundo p. 27
- 2 Evolução do PIB brasileiro real entre 2000 e 2017 p. 28
- 3 Reservas internacionais - US\$ (milhões) p. 29
- 4 Participação do Consumo das Famílias e da Formação Bruta de Capital Fixo (2000 – 2014) p. 31
- 5 Distribuição percentual dos domicílios, por faixa de renda (2001-2013) p. 32
- 6 Gasto social do Governo Central – Gastos diretos e tributários – Brasil – 2002 a 2015 - % PIB p. 34
- 7 Taxa de câmbio - efetiva real - INPC - exportações - índice (média 2010 = 100) p. 36
- 8 Resultado Primário do Governo Central entre 2004 e 2015 p. 38
- 9 Percentual de adultos com relacionamento bancário p. 40
- 10 Taxa de crescimento do saldo das operações de crédito para pessoas físicas por controle de capital p. 41
- 11 Saldo das operações de crédito com recursos livres a pessoas físicas em relação ao PIB p. 42
- 12 Evolução do *spread* médio das operações de crédito e da meta Selic. p. 43
- 13 Taxa média de juros real das operações de crédito com recursos livres - Pessoas físicas - % a.a. 44
- 14 Comprometimento de renda das famílias e Endividamento das Famílias - % 45

LISTA DE QUADROS

- 1 Principais variáveis expostas no modelo de Pariboni (2017) p. 19
- 2 Principais variáveis expostas no modelo de Fagundes (2017) p. 20
- 3 Principais variáveis expostas no modelo de Kim, Setterfield e Mei (2013) p. 22
- 4 Principais variáveis expostas no modelo de Barba e Pivetti (2012) p. 24
- 5 Principais contribuições dos modelos para a discussão do presente trabalho p.26

LISTA DE TABELAS

- 1 Taxa de crescimento real do produto, do investimento e do consumo das famílias – em variação % - período: 2003 a 2011 p. 30
- 2 Condição de Sustentabilidade: Crédito a PF com recursos livres (*proxy*) p. 50

LISTA DE ABREVIATURAS

1. BCB – Banco Central do Brasil
2. Cf – Consumo das Famílias
3. FBKF- Formação Bruta de Capital Fixo
4. FMI – Fundo Monetário Internacional
5. IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
6. INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor
7. IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
8. MPv – Medida Provisória
9. PBF – Programa Bolsa Família
10. PF – Pessoas Físicas
11. PIB – Produto Interno Bruto
12. PNAD – Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio
13. POF – Pesquisa do Orçamento Familiar
14. RIF – Relatório de Inclusão Financeira
15. SCN – Sistema de Contas Nacionais

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO I – CRÉDITO E CONSUMO: REVISITANDO MODELOS TEÓRICOS	13
I.1 – O Produto Interno Bruto e o peso do consumo das famílias	13
I.2 – O supermultiplicador sraffiano simplificado	13
I.3 – Supermultiplicador sraffiano: Com a presença de crédito ao consumo	15
I.4 – A sustentabilidade do endividamento no modelo de Supermultiplicador Sraffiano	17
I.5 – A hipótese da renda relativa e o impulso do crédito.....	20
I.6 – Sustentabilidade do endividamento das famílias no caso da renda relativa de Dusenberry	23
I.7– Comparando os modelos	24
CAPÍTULO II – O CRESCIMENTO BRASILEIRO E SUA DESACELERAÇÃO (2003 – 2014).....	27
II.1 – O crescimento da economia brasileira entre 2003 e 2010.....	28
II.2 – A desaceleração do crescimento da economia brasileira entre 2011 e 2014	35
CAPÍTULO III – DADOS SOBRE O CRÉDITO E O CONSUMO NO BRASIL (2003-2014) E ANÁLISES SOBRE A SUSTENTABILIDADE	39
III.1 – O crédito e o consumo entre 2003 e 2014.	39
III.2 – A insustentabilidade do ciclo como causa.	48
III.3 – A insustentabilidade do ciclo como efeito.	48
CONCLUSÃO.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	53

INTRODUÇÃO

Quando, em 2002, foi eleito Luiz Inácio Lula da Silva, para seu primeiro mandato presidencial, muito foi questionado sobre quais seriam as políticas que o governo federal adotaria, inclusive, instaurando grande medo em parte da sociedade. O que se observou, contudo, foi grande respeito aos contratos internacionais e a manutenção do “tripé macroeconômico” como base das políticas governamentais. Juntamente com essa estrutura, o governo federal implantou políticas macroeconômicas de estímulo direto à Demanda Agregada. Foram englobados fatores como redução da pobreza, consolidando um mercado doméstico consumidor; estímulos à Formação Bruta de Capital Fixo e à construção civil e incentivos diretos ao consumo através da facilitação do crédito.

O plano plurianual de 2004-2007 evidencia justamente o desejo do governo federal de criar um ciclo virtuoso onde o estímulo ao consumo geraria impulso dos empresários em aumentar a capacidade produtiva, através de investimentos, gerando mais empregos e, conseqüentemente, mais consumo. A estratégia de impulso ao consumo de massa para criação de ciclo virtuoso era abertamente defendida por alguns economistas, como Ricardo Bielschowsky que, em 2004, publicou artigo na revista “Desafios do Desenvolvimento” do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

No artigo em questão, o autor apresenta a operação do ciclo e aponta a existência de projeções que indicavam que a um crescimento de 4% a 5% ao ano sustentariam o modelo. Bielschowsky descreve também, de forma sucinta, as políticas econômicas que o governo precisaria implantar para a criação e sustento de tal ciclo. Como será apresentado ao longo do presente trabalho, a implementação de algumas das políticas apontadas, em conjunto com cenário externo favorável, possibilitou a construção da base necessária, para que a economia brasileira alcançasse crescimento médio de cerca de 4%, entre 2003 e 2010, mesmo com a crise do *subprime*, iniciada nos Estados Unidos, que gerou reflexos em todo o mundo.

A partir de 2011, em decorrência de pressões de diversos setores da sociedade, o governo realizou uma reorientação da política econômica, implementando medidas macroprudenciais, buscando aumentar a segurança das instituições bancárias, causadoras da crise do *subprime*, e realizando ajuste fiscal, visando conter o consumo doméstico que, segundo alguns analistas, pressionava a inflação, e abrir espaço para a atuação do setor privado. Seja pela implementação de

tais medidas ou pelo esgotamento do ciclo, o processo virtuoso de crescimento foi interrompido e as taxas de crescimento foram reduzidas, tornando-se negativas a partir de 2015.

Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), entre os anos 2000 e 2015, a participação do consumo das famílias no PIB foi, em média, de 64%, enquanto o investimento, consumo do governo e as exportações representaram, respectivamente, 20%, 19% e 12%¹. Demonstrando, assim, a relevância do consumo das famílias para a determinação do PIB brasileiro.

Dessa forma, o presente trabalho busca apresentar e avaliar interpretações sobre a implementação de tal ciclo virtuoso de crescimento entre 2003 e 2010, bem como discutir as possíveis causas para a estagnação e posterior retração, ocorrida a partir de 2011, focando na importância do crédito como fonte de estímulo ao consumo e a sustentabilidade da utilização dessa ferramenta. Para isso, divide-se em três capítulos, como segue.

O primeiro capítulo apresenta quatro modelos teóricos, que visam explicar a relação do crédito com o estímulo, positivo e negativo, no consumo das famílias. Sendo assim, está dividido em sete partes que apresentam e desenvolvem os modelos de Pariboni (2016) e Fagundes (2017), que avaliam o impacto do crédito na Demanda Agregada e a sustentabilidade de ciclos de crescimento baseados no crédito, a partir da teoria do supermultiplicador *sraffiano*, e de Kim Setterfield e Mei (2013) e Barba e Pivetti (2012), que possuem os mesmos objetivos, porém, estruturados a partir da hipótese de renda relativa de Dusenberry.

O segundo capítulo realiza um panorama acerca da conjuntura econômica brasileira vivida no período entre 2003 e 2014, dividindo-se em duas partes, onde a primeira avalia algumas políticas e o crescimento da economia brasileira entre 2003 e 2010, enquanto a segunda parte apresenta parte do debate sobre os motivos da alteração da trajetória econômica, incluindo algumas políticas realizadas pelo governo como resposta a essa alteração ou responsáveis por tal.

O terceiro capítulo expõe as políticas realizadas pelo governo federal que impactaram diretamente na concessão de crédito livre, tanto pelo setor público, quanto setor privado, para as famílias. Nesse capítulo é apresentado o debate sobre o esgotamento, ou não, do ciclo de crescimento através do crédito, a luz dos conceitos apresentados pelos modelos teóricos discutidos

¹ O total dos indicadores apresentados ultrapassam o valor de 100%, uma vez que compõem a Demanda Agregada. Essa, por sua vez, é o resultado do PIB somado às importações, conforme será apresentado no primeiro capítulo do presente trabalho.

no primeiro capítulo e as principais variáveis apontadas por eles. Por fim, na conclusão, o debate exposto nos capítulos anteriores é sintetizado, apontando alguns obstáculos encontrados para a elaboração de uma análise de sustentabilidade com maior eficiência frente aos estudos que apresentados no presente trabalho.

CAPÍTULO I – CRÉDITO E CONSUMO: REVISITANDO MODELOS TEÓRICOS

Com vistas a basear as análises e discussões a serem feitas ao longo do presente trabalho, este capítulo buscará apresentar alguns dos principais modelos para análise do impacto do crédito na Demanda Agregada de uma economia, bem como avaliar a capacidade de sustentação de um ciclo de endividamento. Nesse sentido, quatro modelos são sintetizados, sendo dois deles baseados em uma tradição do supermultiplicador *sraffiano* (PARIBONI, 2016; FAGUNDES, 2017) e outros dois sob o viés da renda relativa de Dusenberry (KIM, SETTERFIELD e MEI, 2013; BARBA e PIVETTI, 2012).

1.1 – O Produto Interno Bruto e o peso do consumo das famílias

O Produto Interno Bruto (PIB) de uma economia é um dos principais indicadores para qualquer análise macroeconômica. Ele pode ser estudado a partir de três óticas: Valor da Produção, Dispêndio e Renda. Uma vez que o presente trabalho estará focado na relação entre o crescimento do crédito e da economia brasileira entre os anos de 2003 e 2016, é preciso entender de que forma o crédito impacta o consumo das famílias e, conseqüentemente, como ocorre a transmissão desse impacto para o produto da economia. Dessa forma, as análises a serem realizadas no presente trabalho partirão da ótica do Dispêndio, que pode ser analisada através da expressão a seguir.

$$Y + m = C + I + G + x \quad (1)$$

Sendo Y a Oferta Agregada, m as importações, C o consumo das famílias, I o investimento, G o consumo do governo e x as exportações. Dessa forma, no lado esquerdo da equação apresentam-se todas as variáveis referentes à oferta da economia em questão, ou seja, a Oferta Total, enquanto no lado direito, as variáveis representam a Demanda Total.

1.2 – O supermultiplicador sraffiano simplificado

Garegnani, em seu trabalho “*Il problema della domanda effettiva nello sviluppo economico italiano*”, de 1962, introduz a primeira hipótese básica para os modelos de supermultiplicador *sraffiano*, a partir da ideia de o investimento possuir uma parcela induzida pela renda e outra, autônoma, derivada de inovações técnicas. A parcela dependente da renda possuiria o papel de acelerador do crescimento, sendo determinado pelos gastos autônomos não-geradores de capacidade, ou seja, que não geram capacidade produtiva, por não serem parte do investimento, e

que não são produtos das decisões de produção nem da financiados pela renda corrente, conforme exposto por Fagundes (2017). No modelo, esses gastos são agregados na variável Z .

A segunda hipótese é a indução total do investimento, mesmo no curto prazo. Essa hipótese, contudo, é apenas simplificadora e não essencial, como pode ser observado na exposição de Fagundes (2017). Em todo caso, considerando essa condição, o investimento passa a ser determinado conforme a expressão abaixo:

$$I = hY \quad (2)$$

Onde I representa o investimento, h a taxa de investimento e Y a renda. Considerando uma economia fechada e sem governo, o equilíbrio é determinado através da equação abaixo:

$$Y = \frac{Z}{s - h} \quad (3)$$

Sendo Z os gastos autônomos das famílias e os gastos improdutivos das firmas e s a propensão marginal a poupar. Dado que os gastos autônomos são exógenos, é possível afirmar que possuirão uma taxa de crescimento g_Z . Dessa forma, a taxa de crescimento da renda pode ser descrita como:

$$g_Y = g_Z + \frac{h' - s'}{h - s} \quad (4)$$

Se a propensão marginal a poupar e a taxa de investimento são parâmetros, $s' = h' = 0$ e a taxa de crescimento da renda é inteiramente determinada pela taxa de crescimento dos gastos autônomos não-geradores de capacidade. Da mesma forma, o crescimento do investimento também é determinado apenas por g_Z , pois o crescimento do investimento pode ser escrito conforme a expressão abaixo, a partir da expressão (2).

$$g_I = g_Z + g_h \quad (5)$$

Como a taxa de investimento é constante, $g_h = 0$, logo:

$$g_I = g_Z \quad (6)$$

Considerando a terceira hipótese básica, em que a função-investimento segue o princípio do ajuste do estoque de capital, onde as firmas perseguem o equilíbrio entre vendas e capacidade produtiva, e que o crescimento do estoque da capital também será determinado pela taxa g_Z ,

conforme exposto em Fagundes (2017), é possível concluir que os gastos autônomos não-geradores de capacidade determinam a dinâmica de crescimento da economia, sempre que a taxa de investimento for constante.

Além disso, se a taxa g_Z é uma variável exógena ao modelo, não existe relação entre a taxa de crescimento variáveis como propensão a poupar ou distribuição de renda. Esses fatores não alteram a taxa de acumulação, mas o nível da renda agregada.

1.3 – Supermultiplicador sraffiano: Com a presença de crédito ao consumo

Pariboni (2016), a partir do conceito do supermultiplicador sraffiano propõe um modelo capaz de analisar o impacto do crédito na geração de renda. Para isso, parte de uma economia fechada, onde a demanda agregada pode ser obtida utilizando a equação (7), desconsiderando as exportações (x) e importações (m):

$$Y_t = C_t + I_t + G_t \quad (7)$$

Sendo Y_t a demanda agregada no período t , C_t o consumo, I_t o investimento, e G_t os gastos de governo. É possível, então, dividir o consumo em uma parcela dependente da renda, representada pela primeira parcela da equação (2), e um consumo autônomo (Z_t).

$$C_t = c(1 - \tau)Y_t + Z_t \quad (8)$$

Onde c corresponde à propensão marginal a consumir e τ a taxa de imposto, o consumo autônomo (Z_t) pode ser entendido, então, como a soma do consumo do governo (G_t), do consumo dos trabalhadores (C_t^a) - financiado por empréstimos - e dos capitalistas (E_t).

$$Z_t = G_t + C_t^a + E_t \quad (9)$$

Como o objetivo é verificar o impacto do crédito no produto, através do consumo gerado pelo endividamento, é importante analisar a composição do consumo dos trabalhadores mais a fundo. Pariboni (2016) adota um modelo em que os trabalhadores consumirão uma fração de sua renda, excluídos os juros de dívidas contraídas, adicionada do total de empréstimos no período. Assim, apresenta este consumo na seguinte forma:

$$C_t^w = c_w[(1 - \Pi)Y_t - (r - \phi)D_t] + B_t \quad (10)$$

Onde c_w representa a propensão marginal a consumir dos trabalhadores, Π a parcela de lucros, r a taxa de juros, ϕ a parcela de amortização, D_t o estoque da dívida e B_t os novos empréstimos. Por outro lado, os capitalistas não serão tomadores de crédito, portanto, seu consumo será dado apenas por $C_t^\Pi = c_\Pi \Pi Y_t$, onde c_Π representa a propensão marginal a consumir dos capitalistas. O consumo autônomo dessa economia pode, então, ser escrito como se segue.

$$C_t^a = B_t - c_w(r + \phi)D_t \quad (11)$$

Caso haja uma taxa persistente de crescimento dos empréstimos, o produto de equilíbrio será definido da seguinte maneira:

$$Y_t^n = \frac{c_t^a}{s - v(\delta + g_t^Z)} \quad (12)$$

Onde s representa a propensão marginal a poupar, v a relação capital/produto, δ a taxa de depreciação do capital e g_t^Z é a taxa de crescimento do consumo autônomo. Sendo assim, a taxa de crescimento será dada por $g = g^{C^a}$. Uma vez que a única fonte de consumo autônomo nessa economia são os empréstimos, Pariboni (2016) argumenta que o processo de crescimento ocorrerá de forma indefinida, bastando que os empréstimos cresçam indefinidamente.

Entretanto, conforme destacado pelo próprio autor, embora os trabalhadores possuam estímulos para continuar buscando novos empréstimos, é bem verdade que os bancos podem encontrar restrições ou reduzirem as taxas de empréstimos, caso, por exemplo, acreditem que a taxa de endividamento esteja se tornando perigosa para a adimplência. Assim, haveria uma queda da demanda agregada e, possivelmente, uma recessão.

A partir do modelo exposto, Pariboni (2016) deriva três consequências. A primeira é que, como a propensão marginal a consumir dos capitalistas é pressuposta como menor, uma mudança na distribuição de renda, que gere um aumento da parcela dos lucros, levará a uma redução da demanda agregada, porém, isso não levará a uma redução na taxa de crescimento. Em segundo lugar, um aumento da taxa de juros ou da taxa de amortização também terá o mesmo resultado. Por último, um aumento permanente na taxa de crescimento dos empréstimos implicará em um aumento na mesma magnitude na taxa de crescimento do consumo autônomo dos trabalhadores e na taxa de acumulação de dívidas. Entretanto, neste último caso, a taxa de crescimento do produto também cresce. (PARIBONI, 2017) De forma a sintetizar o modelo exposto, o quadro abaixo apresenta as principais variáveis do modelo de Pariboni (2017).

Quadro 1 - Principais variáveis expostas no modelo de Pariboni (2017)

VARIÁVEL	NOME DA VARIÁVEL	IMPACTO NA DEMANDA AGREGADA
Π	Parcela dos Lucros	Negativo, porém, sem alteração na taxa de crescimento
r	Taxa de Juros	Negativo, porém, sem alteração na taxa de crescimento
ϕ	Parcela de Amortização	Positivo, porém, sem alteração na taxa de crescimento
B_t	Empréstimos, período t	Positivo, inclusive na taxa de crescimento

1.4 – A sustentabilidade do endividamento no modelo de Supermultiplicador Sraffiano

Se o endividamento é capaz de impulsionar o consumo, ao mesmo tempo, pode retrai-lo, e, portanto, é necessário estudar as condições para que o endividamento seja capaz de gerar e manter o ciclo virtuoso de estímulo ao crescimento através de sua sustentabilidade. Sendo assim, a partir das contribuições de Pariboni (2016), Fagundes (2017) propõe um modelo de supermultiplicador com endividamento das famílias. O modelo proposto permite, então, verificar a sustentabilidade desse ciclo de endividamento.

A primeira premissa é que a amortização da dívida é determinada pelas famílias como uma fração r do estoque da dívida. Além disso, o consumo autônomo das famílias é totalmente derivado de novos empréstimos. Dessa forma, o consumo dos trabalhadores pode ser denotado como:

$$C_w = c_w[\omega Y - (r + i)D] + Z_w \quad (13)$$

Onde C_w representa o consumo dos trabalhadores, c_w a propensão marginal dos trabalhadores a consumir, ωY a renda dos trabalhadores, r a taxa de amortização, i a taxa de juros, D o estoque da dívida, Z_w o consumo autônomo dos trabalhadores. Como os trabalhadores definem a taxa de amortização, é possível assumir que $\omega Y > (r + i)D$, permitindo, assim, a existência de consumo induzido positivo.

O crédito líquido será definido como novos empréstimos excluídos da amortização, conforme Fagundes (2017). Dessa forma, os novos empréstimos determinarão o consumo

autônomo, enquanto as amortizações do estoque da dívida irão reduzir a renda disponível. Nesse modelo, a aquisição líquida de ativos pode ser definida conforme equação abaixo.

$$A' = s_w[\omega Y - (r + i)D] \quad (14)$$

Onde A' representa a aquisição líquida de ativos e s_w a propensão dos trabalhadores a poupar. Dada a existência de consumo induzido positivo, permitindo que a aquisição líquida de ativos seja não-negativa, essa variável, no modelo de supermultiplicador com presença de crédito, assume a função da poupança, no Princípio da Demanda Efetiva, sendo a variável de ajuste e, conseqüentemente, é determinada como resíduo.

Se o consumo dos capitalistas é nulo e a taxa de crescimento do consumo autônomo dos trabalhadores é g_z , tendo como base a equação (3), é possível determinar a renda de equilíbrio conforme Fagundes (2017).

$$Y = \frac{Z_w - c_w(r+i)D}{s-h} \quad (15)$$

A diferença do equilíbrio obtido para o caso do supermultiplicador tradicional é a existência do fator $-c_w(r+i)D$, que pode ser entendido como um “vazamento” autônomo. É importante ressaltar que Z_w deverá ser maior do que o “vazamento” da demanda, permitindo que os gastos autônomos totais sejam positivos. Visando reduzir as variáveis presentes na demanda agregada, é possível substituir o numerador da equação, utilizando o conceito do crédito líquido. O resultado será dado pela equação abaixo.

$$Y = \frac{D(g_D + s_w r - c_w i)}{s-h} \quad (16)$$

Onde g_D representa a taxa de crescimento do estoque da dívida. Assim como no modelo de supermultiplicador sraffiano apresentado anteriormente, a condição $s > h$ se mantém. Da mesma forma, a condição anterior de $Z_w > -c_w(r+i)D$, agora se torna $g_D + s_w r > c_w i$. Conforme ressaltado por Fagundes (2017), a consequência desse equilíbrio não é que o aumento do estoque da dívida levará ao aumento da renda, mas que o aumento dos gastos autônomos dos trabalhadores, financiados por novos empréstimos, causará aumento na renda. Porém, a proporção entre a renda e o estoque da dívida se manterá conforme a equação anterior, após o ajuste pelo mecanismo de supermultiplicador.

A partir da condição obtida na equação (16), Fagundes constrói a condição de sustentabilidade, ou seja, a premissa que garante que o endividamento não gere efeitos de retração do consumo, interrompendo o estímulo gerado pelo aumento temporário de renda. A condição para tal cenário é dada pela relação em que a variação do estoque da dívida deverá sempre ser igual ou superior a relação entre propensão a consumir multiplicada pela taxa de juros, subtraída da propensão a poupar multiplicada pela taxa de amortização, conforme expressão abaixo.

$$g_D > c_w i - s_w r \quad (17)$$

No modelo desenvolvido por Fagundes (2017), a taxa de crescimento deriva dos empréstimos feitos pelos trabalhadores, subtraído o “vazamento” decorrente do pagamento das obrigações derivadas dos empréstimos. Sendo assim, a taxa de expansão dos empréstimos determinará também a taxa de acumulação, bem como a taxa de crescimento da renda e do produto agregado.

Sendo assim, uma redução na taxa de crescimento dos gastos autônomos (g_Z), significaria uma redução na propensão dos trabalhadores a se endividar, ou dos bancos a emprestar, reduzindo a geração de emprego e de renda. Além disso, dada a condição de sustentabilidade derivada da equação (15), uma redução na taxa g_Z poderia levar a insustentabilidade do ciclo.

Outra contribuição do modelo desenvolvido pelo autor é a relação com os trabalhos de Hyman Minsky sobre a posição financeira das firmas, observando, nesse caso, o comportamento dos trabalhadores endividados. Se a taxa de amortização determinada pelos trabalhadores for maior ou igual do que a taxa de amortização definida na contratação dos créditos, os trabalhadores estarão sendo capazes de honrar todas as obrigações contratuais e, portanto, possuirão comportamento *Hedge*.

Se a taxa de amortização for nula ou positiva, porém, menor do que a taxa determinada contratualmente, os trabalhadores não estarão amortizando a dívida conforme definido em contrato, embora estejam pagando os juros. Sendo assim, possuirão comportamento *Speculativo*.

Por último, se a taxa de amortização for “negativa” e apenas maior ou igual que $-i$, os trabalhadores não estarão quitando os juros integralmente e, muito menos, amortizando o principal da dívida. Dessa forma, possuirão comportamento *Ponzi*. É importante ressaltar o caso extremo, onde $r = -i$. Nesse cenário, os trabalhadores não estão pagando nenhuma parcela dos juros e o

estoque da dívida crescerá em montante igual ao consumo autônomo mais os juros do estoque da dívida.

Por fim, a partir do modelo desenvolvido, o autor conclui, através de estática comparativa, que:

“maiores taxas de juros levam, como esperado, a um menor nível de renda e emprego e a um maior grau de endividamento dos trabalhadores. Já maiores taxas de amortização por parte dos trabalhadores levam a um menor grau de endividamento, mas seu efeito sobre o nível da renda e emprego é ambíguo e depende das magnitudes relativas de g_z [taxa de crescimento do consumo autônomo dos trabalhadores] e i . E o efeito de aumento no ritmo de expansão dos empréstimos leva a menores níveis de endividamento” (FAGUNDES, 2017, p. 173)

Sendo assim, as principais variáveis do modelo desenvolvido por Fagundes (2017) estão expostas no Quadro 2.

Quadro 2 - Principais variáveis expostas no modelo de Fagundes (2017)

VARIÁVEL	NOME DA VARIÁVEL	IMPACTO NA DEMANDA AGREGADA
ΔD	Variação do estoque da dívida	Positivo
c_w	Propensão dos trabalhadores a consumir	Positivo
i	Taxa de juros	Negativo
s_w	Propensão dos trabalhadores a poupar	Negativo
r	Taxa de amortização	Ambíguo

1.5 – A hipótese da renda relativa e o impulso do crédito

Tendo como base a hipótese da renda relativa de Dusenberry, as decisões para tomada de crédito ocorrem a partir de uma abordagem diferente da exposta no item I.1. Conforme proposto pela teoria em questão, os trabalhadores de baixa e média renda possuem um consumo desejado

baseado, entre outros fatores, no consumo de outras famílias. Porém, como sua renda não permite tal nível, se torna necessário o uso do crédito (KIM, SETTERFIELD E MEI, 2013).

O modelo estruturado por Kim, Setterfield e Mei (2013) baseia-se na heterogeneidade dos consumidores, segregando-os em consumidores de alta renda, composto pelos capitalistas e “trabalhadores ricos”, e de baixa renda, que são trabalhadores da produção e supervisores de nível inferior. Assim, o crédito terá impacto, na medida em que os trabalhadores de baixa renda buscam alcançar maiores patamares de consumo através do endividamento.

Ainda na determinação do comportamento do consumo, os autores argumentam que os trabalhadores possuem uma estrutura heterogênea, onde alguns optam por poupar e não se endividar, enquanto outros irão poupar e se endividar. A poupança é um ato racional em ambos os casos, uma vez que os mercados de crédito são imperfeitos e o ambiente é de incerteza fundamental, assim, é importante proteger-se de momentos de instabilidades no futuro.

Neste modelo, é importante destacar também que os bancos funcionam apenas como intermediários, uma vez que o crédito é financiado pelos depósitos feitos pelos consumidores de alta renda e pelos próprios trabalhadores. Além disso, os bancos não recebem rendas por esse serviço. Para a devida estruturação do modelo exposto, é importante evidenciar a segregação do consumo, como se segue.

$$C = C_a + C_b + D \quad (18)$$

Onde C representa o consumo total, C_a o consumo dos trabalhadores de alta renda, C_b o consumo dos trabalhadores de baixa e média renda e D o total dos empréstimos (KIM, SETTERFIELD E MEI, 2013). Conforme apresentado anteriormente, o endividamento é utilizado pelas famílias para alcançar um nível de consumo desejado. Sendo assim, é possível defini-lo da seguinte forma:

$$D = \alpha(C^d - C_b), \quad 0 > \alpha > 1 \quad (19)$$

Sendo α um parâmetro relativo a disponibilidade do crédito e C^d o nível de consumo desejado. A partir da última equação, o consumo pode ser construído como se segue.

$$C = \alpha(1 - C_b) + \alpha C^d + C_a \quad (20)$$

Nesse modelo, a busca por níveis mais elevados de consumo através do endividamento pode levar à fragilidade financeira familiar, uma vez que uma elevação da renda no futuro que permita a quitação do serviço da dívida não é garantida. Kim, Setterfield e Mei (2013) argumentam que o endividamento pode levar a diferentes resultados em relação à demanda agregada, dependendo da relação entre o pagamento do serviço da dívida e a geração de uma poupança, e estruturam dois cenários para melhor entendimento.

No primeiro caso, os consumidores endividados optarão por quitar o serviço da dívida primeiro e consumir uma parcela da renda restante, utilizando de novos endividamentos para obtenção de um nível de consumo desejado. Assim, o endividamento sempre estimulará o consumo agregado, embora o acúmulo de estoque de dívida atue no sentido oposto. No segundo cenário, os consumidores endividados buscarão manter o nível de consumo e, por isso, reduzirão a taxa de poupança para pagar o serviço da dívida.

Porém, com o crescimento do estoque da dívida, a taxa de poupança pode se tornar insuficiente para quitação do serviço da dívida. Assim, os consumidores endividados terão duas opções: poderão optar por reduzir seu consumo, conseqüentemente levando a uma queda da demanda agregada; ou poderão optar por realizar o *default* da dívida, impactando a sua capacidade de se endividar. No segundo caso, o efeito sobre a demanda agregada não é imediato, uma vez que, embora a queda na capacidade de endividamento causará uma redução no consumo, os consumidores poderão optar por aumentar a sua propensão a consumir. Assim como exposto para o modelo de Pariboni (2017), o Quadro 3 apresenta as principais variáveis exploradas por Kim, Setterfield e Mei (2013).

Quadro 3 - Principais variáveis expostas no modelo de Kim, Setterfield e Mei (2013)

VARIÁVEL	NOME DA VARIÁVEL	IMPACTO NA DEMANDA AGREGADA
α	Disponibilidade do crédito	Positivo
s	Taxa de Poupança	Negativo
B	Novos empréstimos	Positivo
D	Estoque da dívida	Negativo

1.6 – Sustentabilidade do endividamento das famílias no caso da renda relativa de Dusenberry

O modelo desenvolvido por Barba e Pivetti (2012) busca avaliar a sustentabilidade do endividamento das famílias. Contudo, diferentemente de Fagundes (2017), estruturam seu modelo com base nas premissas da hipótese da renda relativa de Dusenberry. Sendo assim, estrutura-se na relação de que a renda obtida, seja por salário ou por crédito, é dividida em consumo, aquisição de ativos financeiros e pagamento do serviço da dívida.

$$W_t + ALPF_t = C_t + (ALAF_t + ALAH_t) + i \cdot D_{t-1} \quad (21)$$

Sendo W_t a representação da renda pessoal disponível, $ALPF_t$ da aquisição líquida de passivo financeiro, C_t do consumo, $ALAF_t$ da aquisição líquida de ativos financeiros, $ALAH_t$ da aquisição líquida de ativo habitacional e $i \cdot D_{t-1}$ do serviço da dívida, dado o estoque da dívida das famílias. Se $D_t = D_{t-1} + ALPF_t$, então, é possível estabelecer a relação a seguir.

$$\frac{D_t}{W_t} = \frac{D_{t-1}(1+i)}{W_{t-1}(1+w)} - (s - k) \quad (22)$$

Onde w corresponde à taxa de crescimento da renda disponível, s à taxa de poupança, e k à parcela líquida da renda destinada a aquisição de ativos. Desta forma, $(s - k)$ representa o excedente destinado ao pagamento do serviço da dívida, em proporção à renda disponível (BARBA e PIVETTI, 2012). Para que a o endividamento seja sustentável, é preciso que a renda cresça a uma taxa superior, permitindo o pagamento do serviço da dívida nos períodos seguintes. A condição de sustentabilidade no modelo proposto por Barba e Pivetti (2012) é dada pela desigualdade abaixo.

$$(s - k) \geq (i - w) \frac{D_t}{W_t} \quad (23)$$

Buscando sintetizar e auxiliar na análise acerca dos fenômenos ocorridos na economia brasileira entre os anos de 2004 e 2014, o Quadro 4, a seguir, apresenta as principais variáveis para a elaboração do modelo de Barba e Pivetti (2012).

Quadro 4 - Principais variáveis expostas no modelo de Barba e Pivetti (2012).

VARIÁVEL	NOME DA VARIÁVEL	IMPACTO NA DEMANDA AGREGADA
w	Taxa de crescimento da renda	Positivo
s	Taxa de poupança	Positivo
i	Taxa de juros	Negativo
k	Parcela líquida da renda destinada a aquisição de ativos	Negativo
B	Estoque da dívida	Negativo
W_t	Renda pessoal disponível	Positivo

1.7– Comparando os modelos

Uma vez expostos os modelos acima, é importante realizar algumas pontuações e comparações entre os mesmos, permitindo entender como se relacionam. No primeiro modelo exposto, Pariboni (2016) introduz o conceito de crédito no modelo de supermultiplicador *sraffiano* e conclui que mudanças na distribuição de renda a favor dos capitalistas, não levarão a reduções na taxa de crescimento, assim como aumentos na taxa de juros e na taxa de amortização. Entretanto, uma mudança permanente na taxa de crescimento de empréstimos levará a mudanças no mesmo sentido no consumo autônomo dos trabalhadores e, conseqüentemente, na taxa de crescimento do produto.

Ao analisarmos o modelo desenvolvido por Pariboni (2016), é importante notar que, em um modelo um pouco mais completo da Demanda Agregada, com a inclusão de outros gastos autônomos, para além do consumo financiado por crédito, por exemplo, gastos de governo, uma alteração nos gastos autônomos implicará em uma redução do crescimento da renda. Essa alteração resultará diretamente em um aumento do endividamento em relação à renda em um momento futuro, comprometendo o ciclo de crescimento.

Fagundes (2017) se utiliza do arcabouço desenvolvido por Pariboni (2016) e estrutura um modelo para análise de sustentabilidade do ciclo de endividamento. A partir de um modelo de supermultiplicador *sraffiano* com crédito, o autor introduz a amortização de forma explícita. Ao utilizar esse mecanismo, obtém-se como condição de sustentabilidade do endividamento das

famílias a relação entre a variação do estoque da dívida e as propensões a consumir e a poupar e as taxas de juros e de amortização. Além disso, o autor argumenta que a taxa de juros possui um impacto negativo sobre a renda, o emprego e o endividamento, enquanto a taxa de amortização possui um impacto positivo sobre o endividamento, mas ambíguo sobre a renda e o emprego.

O terceiro modelo apresentado foi elaborado por Kim, Setterfield e Mei (2013) que utilizaram a hipótese da renda relativa de Dusenberry. Nesse modelo, a função-consumo passa a depender não apenas da renda, mas também de outros fatores, como uma comparação com o consumo de outros setores. Assim, os autores avançam nas motivações para tomada de empréstimos e argumentam que os trabalhadores utilizariam o crédito para alcançar o consumo desejado.

O resultado desse modelo é semelhante ao de Pariboni (2016), na hipótese em que os consumidores priorizam o pagamento do serviço da dívida e utilizam novos créditos para financiamento do consumo. Em ambos, o consumo agregado é estimulado, enquanto o crescimento do estoque da dívida levará à retração do mesmo, através da redução da renda disponível.

No modelo de Kim, Setterfield e Mei (2013), entretanto, os autores introduzem a possibilidade de *default* da dívida, uma vez que os consumidores priorizem a manutenção de seu nível de consumo. Caso essa situação se verifique, a capacidade de endividamento será comprometida, porém, os indivíduos poderão optar por reduzir sua propensão a poupar de forma a manter seu consumo.

Por último, o modelo desenvolvido por Barba e Pivetti (2012) tem como objetivo, também, determinar as condições de sustentabilidade do endividamento das famílias. Nesse caso, os autores estruturam a relação de sustentabilidade, tendo como base de sua análise os mesmos princípios que os apresentados no modelo de Kim, Setterfield e Mei (2013), ou seja, a hipótese da renda relativa. Como resultado, Barba e Pivetti (2012), determinam a condição de sustentabilidade do endividamento das famílias como uma relação entre as taxas de crescimento da renda e do endividamento.

O resultado encontrado por Barba e Pivetti (2012) contrapõe-se, então, ao de Fagundes (2017), onde a condição de sustentabilidade era dada pela relação entre a variação do estoque da dívida e as propensões a consumir e a poupar e as taxas de juros e de amortização.

Sendo assim, o presente trabalho, ao longo dos próximos capítulos, buscará observar como se comportaram as principais variáveis abordadas nos modelos acima durante o período de 2003 a 2015, na economia brasileira. Apresentando, também, a visão de diferentes autores sobre a relação do crédito e do endividamento das famílias com os movimentos da economia brasileira e a tradução de suas análises nos dados disponíveis para avaliação do assunto. Com o objetivo de sintetizar a discussão exposta neste capítulo, o Quadro 5 - Principais contribuições dos modelos para a discussão do presente trabalho expõe as principais contribuições de cada modelo, para a discussão que será realizada nos demais capítulos deste trabalho.

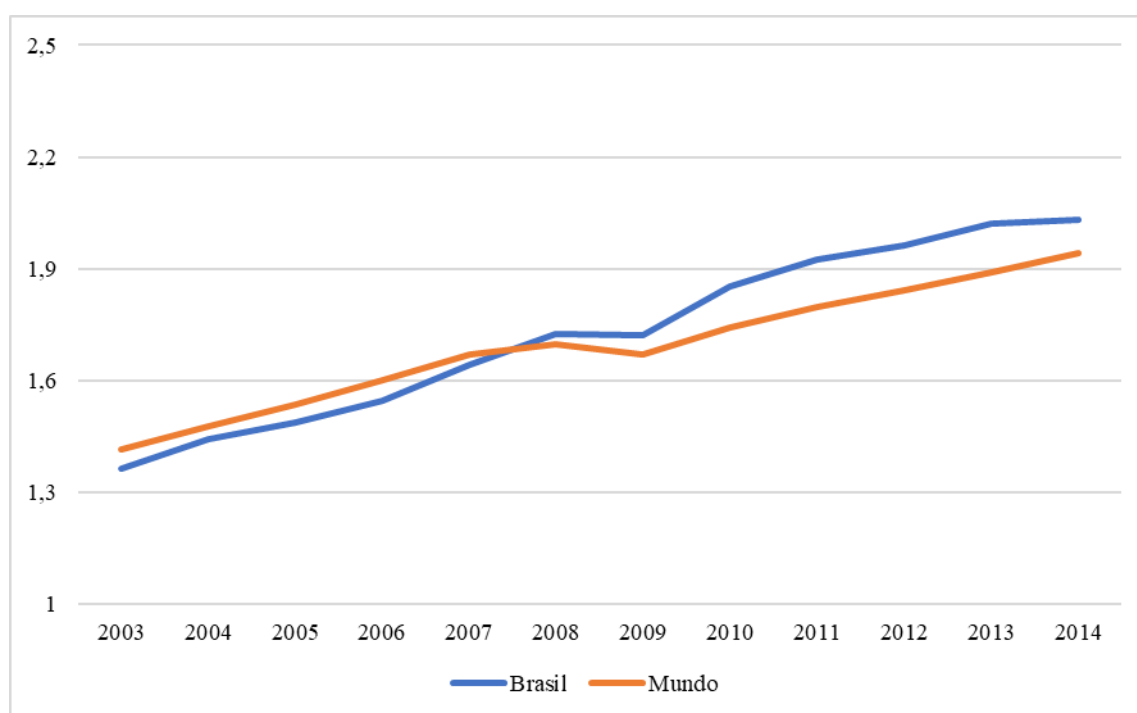
Quadro 5 - Principais contribuições dos modelos para a discussão do presente trabalho

MODELO	PRINCIPAIS CONTRIBUIÇÕES
PARIBONI (2016)	Taxa de crescimento de uma economia com a presença de crédito no caso de supermultiplicador sraffiano
FAGUNDES (2017)	Utilização de amortização e novos empréstimos para sustentabilidade do ciclo de endividamento
KIM, SETTERFIELD E MEI (2013)	Dependência de fatores além da renda, como comparação; Introdução de possibilidade de default
BARBA E PIVETTI (2012)	Condição de sustentabilidade para ciclo de endividamento através de relação entre crescimento da renda e da dívida

CAPÍTULO II – O CRESCIMENTO BRASILEIRO E SUA DESACELERAÇÃO (2003 – 2014)

A partir de 2003, a economia brasileira, impulsionada pela expansão da economia mundial, experimentou elevado crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), até o ano de 2014. Desde o início dos anos 2000, o mundo iniciava um ciclo de crescimento fortemente intensificado a partir de 2003. Tal crescimento propiciou aos países emergentes, entre eles o Brasil, grande entrada de capitais, seja por aumento de exportações ou pela redução dos juros internacionais.

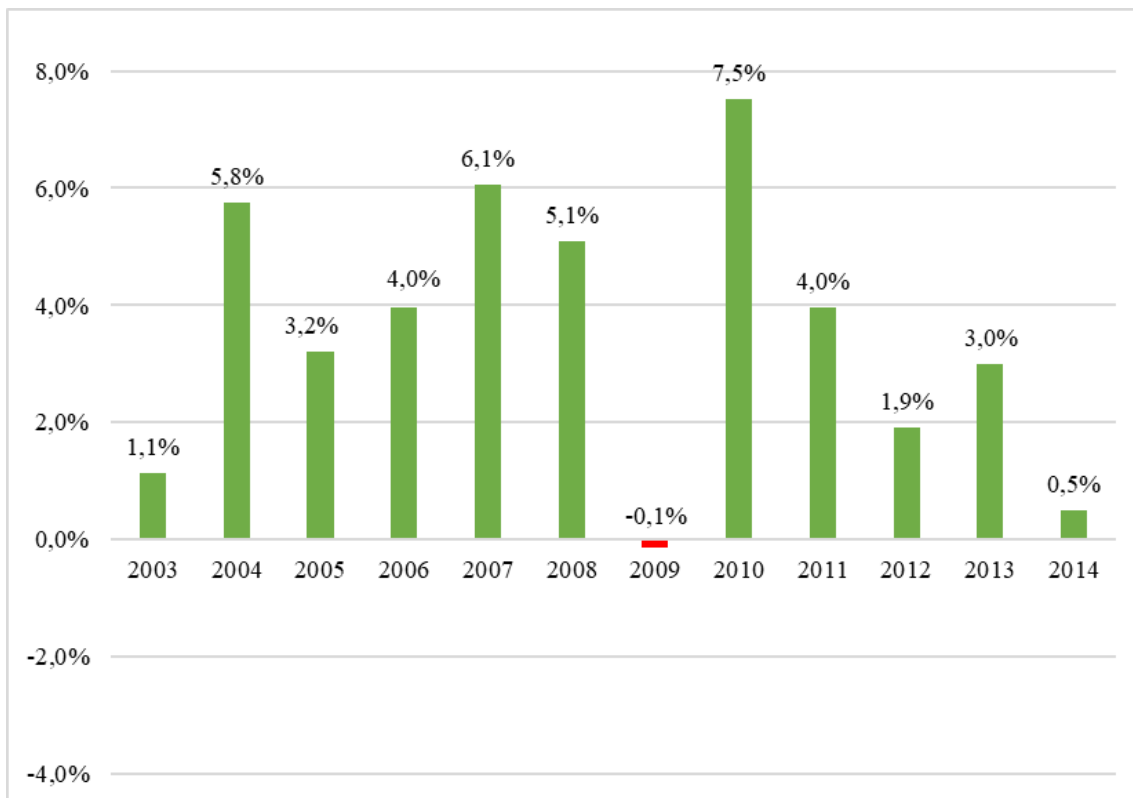
Figura 1 - Crescimento do PIB Brasil x Mundo



Fonte: Banco Mundial, elaboração própria.

Nesse mesmo período, o único momento em que não houve aumento do produto foi no ano de 2009, quando eclodiu a crise do *subprime* nos Estados Unidos, levando o mundo inteiro a uma grande crise mundial. Contudo, mesmo nesse ano, a queda foi de apenas 0,13%, e o crescimento observado no ano seguinte foi de impressionantes 7,53%, apontando para uma rápida recuperação nacional.

Figura 2 – Taxas de crescimento do PIB brasileiro entre 2003 e 2014



Fonte: IBGE, elaboração própria.

Se o PIB, nesse período, apresentou um padrão consistente de crescimento, a retração experimentada após esse ciclo também foi intensa. A partir de 2010, as taxas de crescimento brasileiras passam a apresentar clara redução, saindo de 7,5% em 2010 e alcançando taxa de apenas 0,5% em 2014. Esses movimentos bruscos levaram ao desenvolvimento de diversas pesquisas que buscavam entender os motores do crescimento e os motivos para a forte queda.

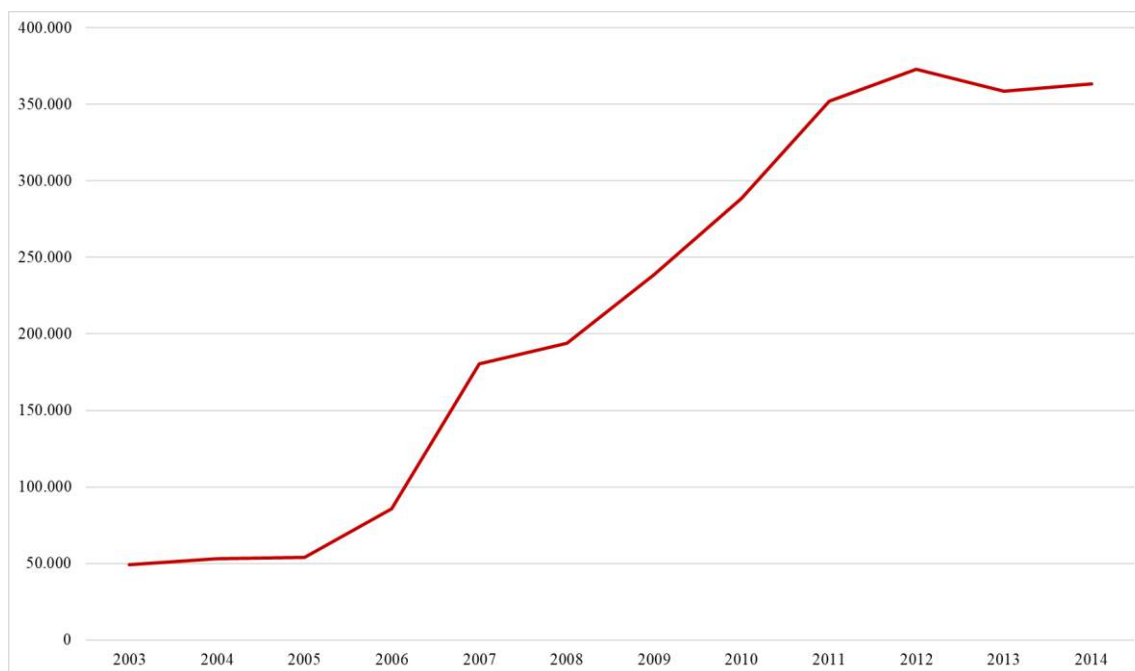
II.1 – O crescimento da economia brasileira entre 2003 e 2010

Retornando a análise da Figura 2 – Taxas de crescimento do PIB brasileiro entre 2003 e 2010 observa-se que o crescimento do PIB brasileiro em termos reais ocorre, de maneira mais significativa e consolidada, no período entre 2004 e 2010, com destaque para a pequena retração de 2009. Cabe, portanto, breve análise dos motivos que levaram a tal crescimento. Conforme Serrano e Summa (2011), o crescimento entre 2004 e 2006, é puxado fortemente pelo crescimento das exportações. Contudo, após 2006, devido a políticas monetárias expansionistas, o motor do crescimento torna-se o mercado interno, reduzindo a importância das exportações, fato esse relevante para a rápida recuperação após a crise do *subprime*.

Ainda com relação ao crescimento no período entre 2004 e 2006, o grande afluxo de capitais permitiu que o governo brasileiro passasse da posição de devedor, com um saldo da dívida externa líquida do setor público consolidado em, aproximadamente, 50 bilhões de dólares para a posição de credor com, aproximadamente, 300 bilhões de dólares, segundo dados do Banco Central do Brasil, conforme apresentado pelos autores.

Com tal alteração na posição do crédito internacional, o governo brasileiro, a partir do final de 2005 tornou-se livre das exigências do FMI, conforme relatado por Serrano e Summa (2015). Além disso, mesmo com o cenário de crise internacional a partir de 2008, o governo brasileiro foi capaz de captar e acumular reservas internacionais, conforme Figura 3 - Reservas internacionais - US\$ (milhões), melhorando sua liquidez externa e capacidade de solvência. Dessa forma, devido, inicialmente, ao aumento das exportações e consequente captação de recursos internacionais, o Brasil foi capaz gerar estabilidade e redução da dependência de liquidez internacional para expansão.

Figura 3 - Reservas internacionais - US\$ (milhões)



Fonte: BCB, elaboração própria.

Junto com a melhora das condições externas, o governo brasileiro inicia um processo de estímulo ao crescimento baseado em dois principais pilares: consumo das famílias e política fiscal expansionista. Acompanhando o movimento causado por esses fatores, é importante destacar o

papel do investimento não residencial privado, aumentando a capacidade produtiva do setor privado, a partir do estímulo de crescimento da demanda.

Nesse sentido, em “Governos Lula: a era do consumo?”, estudo de João Sicsú (2017) que analisa o período em questão, aborda a discussão sobre o principal fator para o crescimento entre os anos de 2006 e 2010. O autor argumenta que o rótulo de “era do consumo” não surgiu de estudos acadêmicos, mas de materiais elaborados pela mídia com o intuito de criticar as políticas adotadas pelos governos Lula.

Para embasar seus argumentos, o autor apresenta os dados de variação real do consumo das famílias e da formação bruta de capital fixo. Dados esses que, ao serem analisados, evidenciam como, embora o consumo tenha crescido efetivamente, o investimento também cresceu, inclusive, a taxas significativamente maiores em diversos momentos.

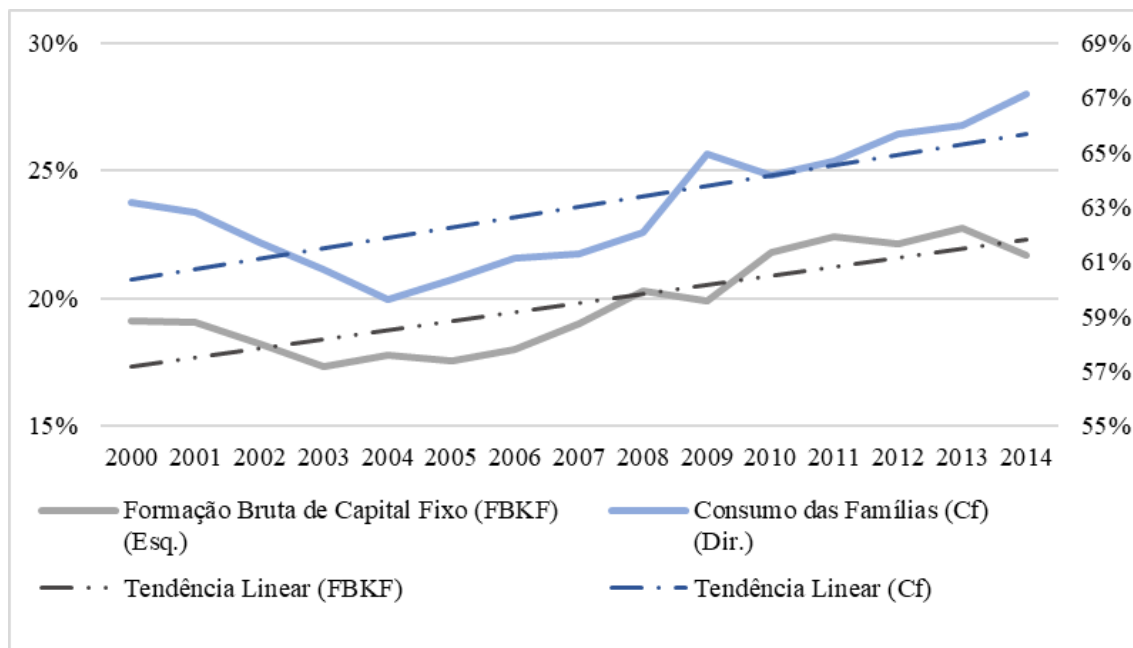
Tabela 1 - Taxa de crescimento real do produto, do investimento e do consumo das famílias – em variação % - período: 2003 a 2010

Variáveis/Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Média
PIB	1,1	5,8	3,2	4,0	6,1	5,1	- 0,1	7,5	4,1
Investimento (FBKF)	- 4,0	8,5	2,0	6,7	12,0	12,3	- 2,1	17,9	6,7
Consumo das Famílias	- 0,5	3,9	4,4	5,3	6,4	6,5	4,5	6,2	4,6

Fonte: Sicsú (2017)

O autor conclui em seu texto que o investimento executou papel tão importante quanto o consumo das famílias para o crescimento da economia brasileira no período em questão, podendo, então, ser utilizado o termo “era do investimento” de forma até mais precisa do que “era do consumo”. Contudo, como desenvolvido no mesmo texto, Sicsú (2017) demonstra como o consumo foi importante para geração do impulso inicial estimulador do investimento, consumo esse originado do aumento da renda e popularização do crédito.

Figura 4 - Participação do Consumo das Famílias e da Formação Bruta de Capital Fixo no PIB
(2000 – 2014)



Fonte: IBGE, elaboração própria.

Tendo como base a figura acima, é possível verificar que as participações do consumo das famílias (Cf) e da formação bruta de capital fixo (FBKF) no PIB mantiveram variação aproximada de mesma dimensão, entre os anos de 2000 e 2014. É importante destacar o ano de 2009, quando a participação do investimento no PIB retraiu, devido à crise internacional, e o consumo das famílias cumpriu o papel de sustentar o nível da economia nacional, aumentando sua participação de forma significativa.

Dessa forma, é notável como o consumo das famílias foi crucial para o ciclo de expansão da economia brasileira, sustentando o crescimento do PIB. Afinal, conforme exposto por Sicsú (2017), “não há lógica econômica que possa explicar o investimento que não é precedido pela expectativa de consumo – que é formada em grande medida com base no consumo corrente.” Em análise realizada por Dos Santos (2013), essa visão é reforçada, na medida em que aponta o estabelecimento de ciclo virtuoso entre os aumentos nos rendimentos das famílias mais pobres, a demanda de serviços de consumo e bens manufaturados e a geração de emprego e, conseqüentemente, mais renda.

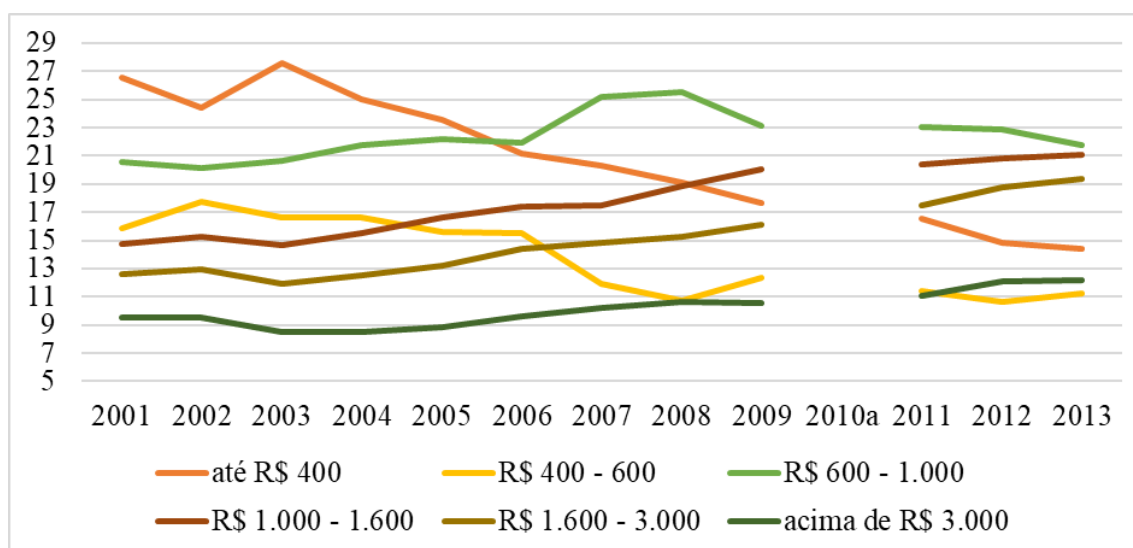
O autor cita, ainda, o plano plurianual de 2004-2007, demonstrando como a construção desse ciclo virtuoso era, justamente, o objetivo do governo. Além disso, expõe, também, como o

crescimento da formação bruta de capital fixo ocorre, dentre outros motivos, influenciado pela necessidade de expansão da capacidade produtiva, evidenciada pelo aumento do investimento em máquinas e equipamentos, e pela expansão da construção, principalmente movido pelas famílias, inclusive por conta de programas como “Minha Casa, Minha Vida”².

Com relação ao consumo das famílias, o governo Lula aplicou estratégias que estimulasse, principalmente, as camadas mais baixas da sociedade através de políticas, que incluem, aumento de renda e fornecimento de crédito. Assim, no início de seu primeiro mandato instaurou políticas de reajustes de salários mínimos e concessão de linhas de crédito facilitadas. Com relação as políticas de crédito, o tema será abordado no próximo capítulo do presente trabalho.

Sobre o aumento de renda, a alteração no perfil das famílias brasileiras é sensível, quando analisados, por exemplo, os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio (PNAD) entre 2001 e 2013, expostos em trabalho de Carvalho *et al* (2016). A Figura 5 apresenta a distribuição percentual dos domicílios, por faixa de renda, entre 2001 e 2013, obtidos nas PNADs.

Figura 5 – Distribuição percentual dos domicílios, por faixa de renda (2001-2013)



Fonte: PNAD *apud* Carvalho *et al*, 2016, elaboração própria.

Nota: a. Não foi realizada PNAD no ano de 2010

² Segundo portal do Ministério das Cidades, o Programa Minha Casa, Minha Vida “É um programa do Governo Federal que busca facilitar a conquista da casa própria para as famílias de baixa renda.” Esse programa destina-se a famílias com renda mensal de até R\$ 6.500,00 ou renda anual de R\$ 78.000,00, para agricultores familiares e trabalhadores rurais.

É possível observar que a partir de 2003 existe uma clara tendência de redução dos domicílios com renda até R\$ 400,00, bem como, de forma mais modesta, até 2006, domicílios com renda entre R\$ 400,00 e R\$ 600,00. Em contrapartida, os domicílios com renda acima de R\$ 1.000,00 possuem um forte aumento, principalmente nas faixas de R\$ 1.000,00 a R\$ 1.600,00 e de R\$ 1.600,00 a R\$ 3.000,00.

Corroborando essa análise, Serrano e Summa (2011) apontam que, embora desde o início do século XXI o Índice de Gini apresentasse redução, a parcela salarial da renda também diminuía. É apenas a partir de 2004 que a parcela salarial da renda volta a crescer, acentuando a redução do Índice de Gini e apontando, inclusive, uma alteração no motor por trás da redução da desigualdade. Conforme Figura 5 – Distribuição percentual dos domicílios, por faixa de renda (2001-2013) e apontado pelos autores, até 2004, o que se observa é, principalmente, a redução da parcela das famílias com rendas de trabalho elevadas, por isso, a aparente redução da desigualdade, em conjunto com a redução da parcela salarial da renda.

Entretanto, a partir de 2004, a parcela salarial da renda inverte sua tendência, passando de 30,8% para 34,1%, no período entre 2004 e 2009, segundo Serrano e Summa (2011). Nesse período, o Índice de Gini reduz de forma acelerada também. Os autores apontam que essa mudança é decorrente dos aumentos do salário mínimo. Sinalizam também que a taxa de pobreza e de pobreza extrema, que estavam estabilizadas em 35% e 15%, respectivamente, apresentam queda, alcançando, aproximadamente, 20% e 7,5%, respectivamente.

Sobre a evolução da parcela salarial da renda, Saramago, Freitas e Medeiros (2018) apresentam dados do Sistema de Contas Nacionais (SCN), onde, a partir de 2004, é possível observar um aumento desse indicador. Ao longo do texto, os autores argumentam que, devido à reorientação da política econômica ocorrida no primeiro governo Lula, houveram alterações nas condições do mercado de trabalho, como a expansão do número de empregos e o aumento do salário mínimo, em conjunto com as políticas de transferência de renda, o poder de barganha da classe trabalhadora aumentou, permitindo pressão para aumento da parcela salarial da renda.

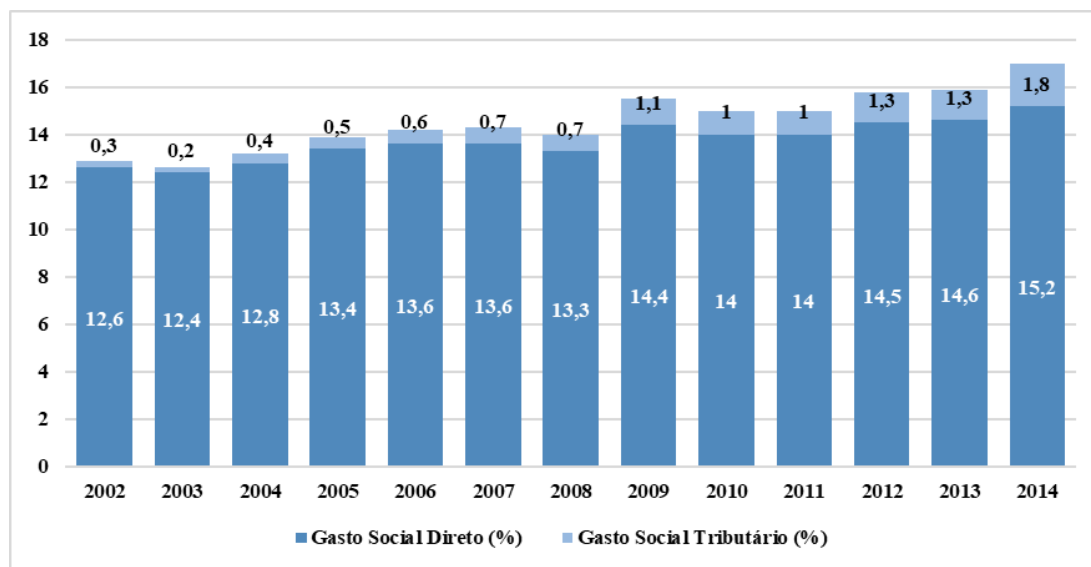
Os autores avaliam também que, devido a aumento dos preços relativos, relação entre os preços ao produtor e os preços ao consumidor, foi possível realizar o aumento dos salários reais sem pressionar os lucros, atenuando o conflito distributivo. Por fim, destacam a relevância do aumento da produtividade agrícola através da mecanização e elevação da participação do setor de

serviços para o ganho de produtividade da economia brasileira, contribuindo para o aumento da parcela dos salários.

Carneiro (2017), corrobora as análises anteriores, na medida em que aponta a melhora na distribuição de renda, através de rodadas de valorização do salário mínimo, impactando diretamente o rendimento de camadas mais baixas. Contudo, o autor sinaliza que não houve alteração da estrutura produtiva, apenas uma redução da dispersão salarial. Esse movimento ocorreu de forma mais intensa entre 2003 e 2009, estagnando a partir de 2010, segundo o autor, devido ao esgotamento decorrente do acirramento do conflito distributivo.

Para além do aumento do salário mínimo, o autor destaca, também, a expansão dos gastos sociais, onde “[o gasto social direto] passa de 12,4% do PIB em 2003 para 15,3% do PIB em 2014”. No âmbito dos gastos sociais realizados para Assistência Social, é importante destacar a relevância do Programa Bolsa Família (PBF)³, que, no ano de 2015, alcançou a marca de 0,45% do PIB (Secretaria da Fazenda Nacional, 2016).

Figura 6 – Gasto social do Governo Central – Gastos diretos e tributários – Brasil – 2002 a 2015 - % PIB



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2016.

³ Segundo portal do Ministério da Saúde, “O Programa Bolsa Família (PBF) é um programa federal de transferência direta de renda à famílias em situação de pobreza (renda entre R\$70,01 a R\$140,00 por pessoa) ou de extrema pobreza (renda de até R\$70,00 por pessoa), com a finalidade de promover seu acesso aos direitos sociais básicos e romper com o ciclo intergeracional da pobreza. O Programa é realizado por meio de auxílio financeiro vinculado ao cumprimento de compromissos na Saúde, Educação e Assistência Social - condicionalidades.”

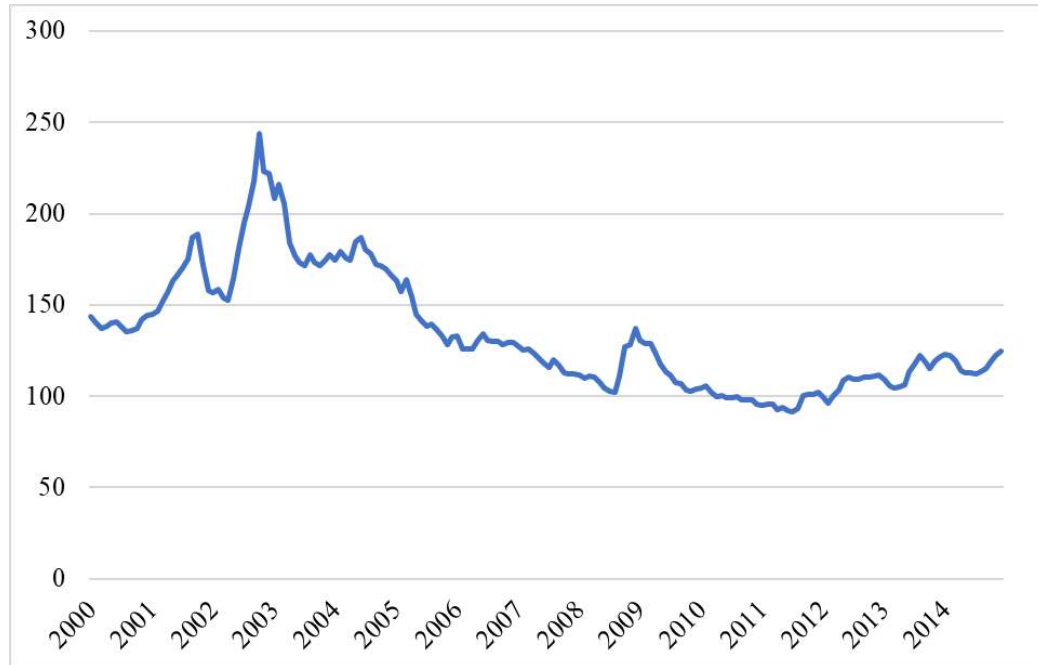
De acordo com o exposto no primeiro capítulo do presente trabalho, em linhas gerais, o crescimento da renda deve ser maior ou igual ao crescimento do serviço da dívida, permitindo assim, que as famílias endividadas sejam capazes de honrar os compromissos sem prejudicar o seu consumo corrente. Sendo assim, é possível verificar que houve aumento na renda, no período entre 2004 e 2009. Resta, portanto, observar se tal aumento foi suficiente para compensar a evolução do serviço da dívida ou se o crescimento foi insuficiente, levando ao esgotamento do ciclo.

II.2 – A desaceleração do crescimento da economia brasileira entre 2011 e 2014

Conforme apontado no início do presente capítulo, a partir de 2011, a trajetória da economia brasileira se altera, pondo fim ao ciclo virtuoso que se encontrava. Carneiro (2017) argumenta que, dada a perda de dinamismo do processo de crescimento decorrente do ciclo no período de 2003 a 2010, foi necessária a “reorientação do modelo”. Por isso, diversas políticas foram realizadas no primeiro governo Dilma. Segundo o autor, o objetivo era a diversificação industrial alinhada com a ampliação da infraestrutura, decorrente do investimento autônomo.

Uma das políticas adotadas com esse objetivo, de acordo com o autor, se dá através da administração da taxa de câmbio que, embora enfrentasse cenário internacional de extrema volatilidade, foi capaz de manter a estabilidade do câmbio nacional, apresentando, inclusive, depreciação do real, frente ao período de apreciação, entre 2002 e 2010. Essa política, contudo, não foi capaz de reorientar a produção, induzindo a uma substituição de importações, pois, segundo Carneiro (2017), a anterior apreciação da taxa de câmbio estimulou o aumento do coeficiente de importação da indústria que apenas perdeu rentabilidade no curto prazo com a depreciação.

Figura 7 – Taxa de câmbio - efetiva real - INPC - exportações - índice (média 2010 = 100)



Fonte: IPEADATA, elaboração própria.

Serrano e Suma (2015), contudo, apresentam dados do IBGE que demonstram redução no coeficiente de produto importado no Brasil no período de valorização do real e aumento no período de desvalorização. Os autores apontam ainda que estudo realizado por Cláudio Hamilton dos Santos, André Cieplinski, Débora Pimentel e Gustavo Bhering, em 2015, apresentam que a elasticidade da taxa de câmbio é baixa, devido à presença marcante de produtos com baixa ou nenhuma possibilidade de substituição.

Ainda com relação ao mercado externo, as exportações de bens e serviços, que foram de suma importância para iniciar o processo de crescimento, apresentaram, entre 2011 e 2014, uma redução em seu patamar de crescimento. Conforme apontado por Serrano e Suma (2015), alguns economistas acreditam que essa redução é decorrente da apreciação do câmbio, ocorrida nos governos Lula. Contudo, os autores argumentam que a causa para a alteração no padrão de crescimento das exportações é decorrente da desaceleração do comercial mundial. Dessa forma, a economia brasileira estaria sendo impactada por uma tendência global.

Carneiro (2017) sinaliza, também, um objetivo do governo de reduzir o custo salarial, buscando alterar os preços relativos. De acordo com o autor, inicialmente, foram realizadas renúncias fiscais na ordem de R\$ 200 milhões, em 2002, que alcançaram o patamar de R\$ 1,5

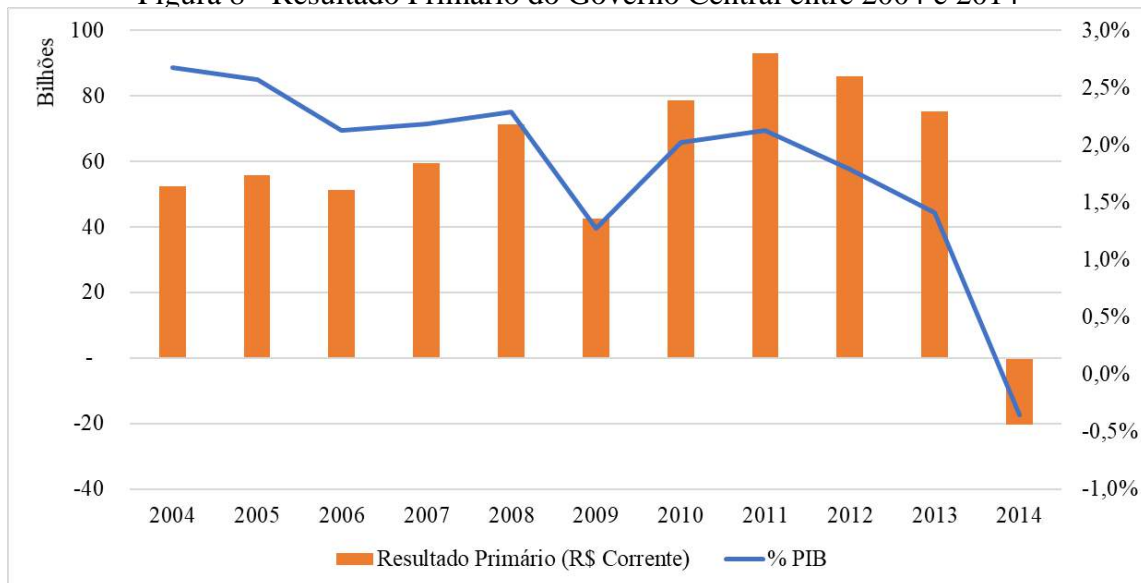
bilhão em 2014. Esse grande aumento é oriundo, conforme exposto pelo autor, de uma generalização da concessão, uma vez que, a princípio, buscava auxiliar alguns setores industriais, mas, posteriormente, incluíram outros setores.

Segundo Carneiro (2017), o resultado final dessa política foi de aumentar a lucratividade das empresas, através da redução do custo salarial, com pequenos impactos na trajetória agregada do emprego. Outro resultado foi um impacto fiscal negativo na ordem de 0,5%, decorrente do não aumento da arrecadação através de outras alíquotas ou outros impostos. Porém, novamente sem alcançar o principal objetivo de reorientação da estrutura produtiva.

Também sob a ótica dos salários, Serrano e Suma (2015) apontam a decisão do governo em não aumentar o salário mínimo real em 2011, iniciando um ciclo de políticas contracionistas. Essas políticas tinham como objetivo conter o crescimento da demanda agregada, permitindo alcançar o superávit primário, mesmo com um cenário de desaceleração internacional.

Junto com a contenção do salário mínimo real, o governo realizou cortes no gasto e no investimento público, gerando, inclusive, uma redução no valor nominal do investimento do governo central e das estatais. Como alternativa ao investimento governamental, iniciou-se um processo de criação de parcerias público-privadas, com concessões e financiamentos. Contudo, mesmo com as desonerações fiscais, o investimento privado não apresentou a resposta esperada e o resultado primário do governo, em 2014, tornou-se deficitário, como pode ser verificado na Figura 8 - Resultado Primário do Governo Central entre 2004 e 2014.

Figura 8 - Resultado Primário do Governo Central entre 2004 e 2014



Fonte: Tesouro Nacional, elaboração própria.

De toda forma, seja pelo esgotamento do ciclo, defendido por Carneiro (2017), ou por pressões de diversos setores da sociedade, como exposto por Sicsú (2017), é evidente que houve, após 2011, uma alteração da orientação na política macroeconômica brasileira, passando a adotar medidas macroprudenciais e de ajuste fiscais, com impacto direto na contenção da demanda agregada. Contudo, conforme exposto ao longo desse capítulo, as políticas não foram exitosas em realizar a substituição da atuação governamental pelo privado, acarretando em estagnação.

Tendo em vista o cenário exposto, o próximo capítulo analisará a relação do endividamento das famílias e seu consumo, bem como o impacto desta relação no crescimento brasileiro, buscando entender se o ciclo de crescimento adotado ao longo da década de 2000 realmente havia se esgotado, ou se a reorientação macroeconômica foi decorrente apenas de pressões de setores da sociedade.

CAPÍTULO III – DADOS SOBRE O CRÉDITO E O CONSUMO NO BRASIL (2003-2014) E ANÁLISES SOBRE A SUSTENTABILIDADE

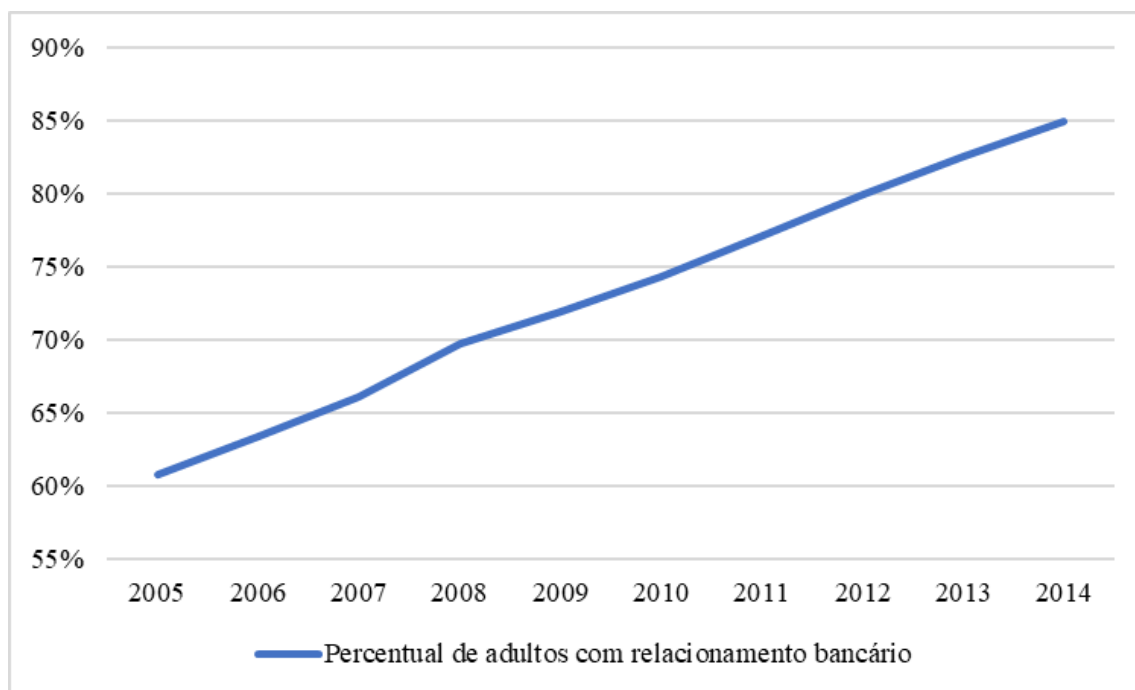
A partir do cenário disposto no capítulo anterior, é possível identificar como, ao longo do período entre 2003 e 2010, o governo utilizou de estratégias para estímulo direto ao crescimento econômico, tanto através do consumo, como através do investimento. Para estimular o consumo das famílias, o governo central adotou políticas para reduzir a pobreza e a miséria, além de reajustes de salário mínimo e facilitação para o gasto das famílias, através de políticas de redução de preços e aumento do acesso ao crédito.

No presente capítulo, serão expostas algumas das principais estratégias utilizadas pelo governo para estimular o consumo através da disponibilização do crédito para as famílias, a luz dos modelos apresentados no primeiro capítulo do presente trabalho. Ao final, são apresentadas análises acerca da sustentabilidade do ciclo de crescimento via crédito.

III.1 – O crédito e o consumo entre 2003 e 2014.

Conforme exposto por Sicsú (2017), um fator decisivo para o aumento do crédito foi a “bancarização” da população de baixa renda. O autor aponta que, juntamente com o PBF, entre 2003 e 2010, a instituição da Conta CAIXA Fácil “... permitiu o acesso ao mercado bancário de aproximadamente 11 milhões de brasileiros” (Caixa apud SICSÚ, 2017). A expansão do mercado bancário brasileiro é evidente ao observar a figura a seguir, uma vez que, de 2005 a 2015, houve um incremento de cerca de 25% no percentual de adultos com relacionamento bancário em todo o Brasil, segundo dados do BCB.

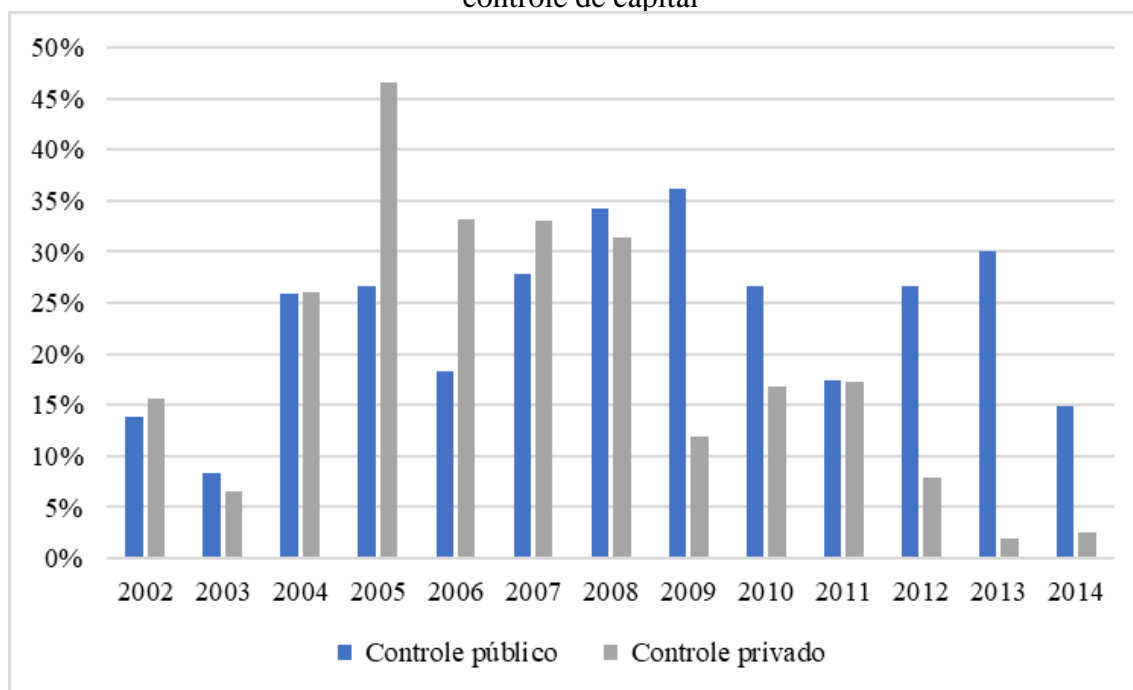
Figura 9 – Percentual de adultos com relacionamento bancário



Fonte: BCB, elaboração própria.

Para além da “bancarização” da população brasileira, o Governo Federal regulamentou, através da Medida Provisória (MPv) nº130, em setembro de 2003, a proposta do crédito consignado, sendo a MPv convertida na Lei 10.820/2003, em dezembro desse mesmo ano. Essa modalidade fornece garantias aos credores, uma vez que o desconto é realizado diretamente na folha de pagamento ou, até mesmo, no benefício previdenciário. Dessa forma, o setor financeiro privado foi estimulado por maior segurança no recebimento, apresentando taxas significativas no aumento do saldo das operações de crédito para pessoas físicas, sendo importante destacar o aumento de 46,64% no ano de 2005, conforme figura abaixo.

Figura 10 – Taxa de crescimento do saldo das operações de crédito para pessoas físicas por controle de capital

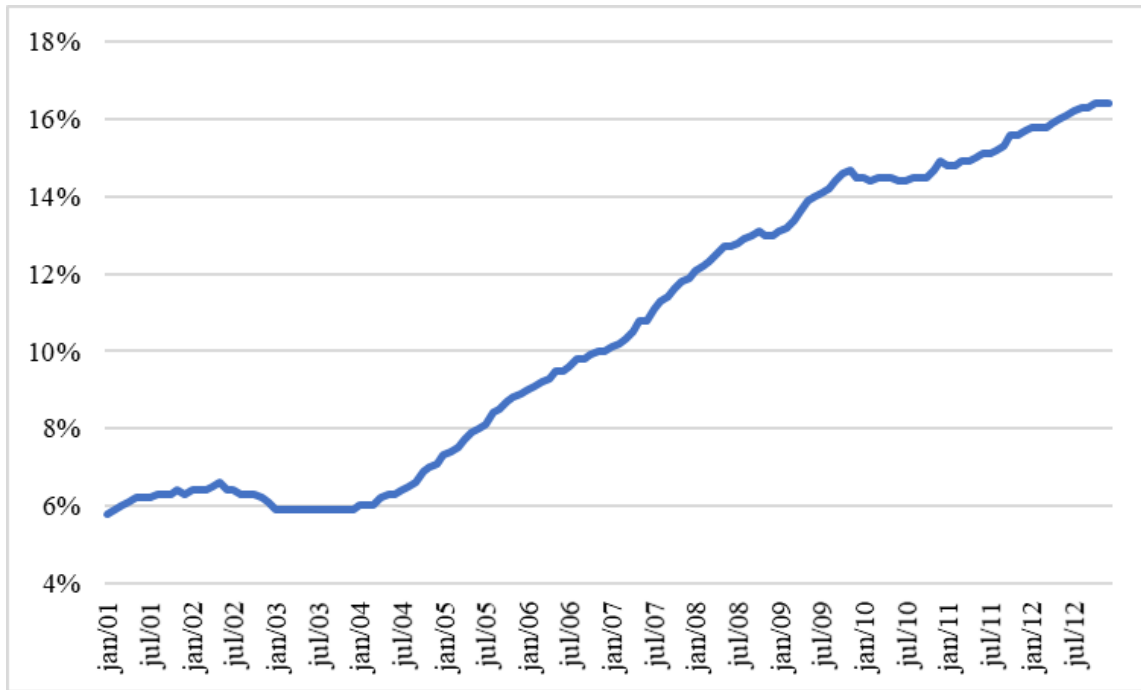


Fonte: BCB, elaboração própria.

Em 2009, contudo, dado o cenário de recessão, o crescimento do saldo das operações de crédito sobre o controle privado sofreu forte retração e as instituições sob controle público assumiram relevante papel na expansão do crédito para pessoas físicas. Destaque relevante deve ser conferido à criação do Programa Minha Casa, Minha Vida, ainda no ano de 2009, visto que a figura acima, apresenta o saldo total das operações de crédito – livre e direcionado, inclusive habitacional.

Combinando as alterações destacadas acima, o crédito livre para pessoas físicas no Brasil aumentou drasticamente, adquirindo grande importância para o estímulo do consumo das famílias e, conseqüentemente, do investimento no ciclo de crescimento entre os anos de 2003 e 2010. O crescimento desse saldo pode ser observado através da figura abaixo.

Figura 11 – Saldo das operações de crédito com recursos livres a pessoas físicas em relação ao PIB



Fonte: BCB, elaboração própria.

Para além das políticas expostas, Oliveira e Wolf (2016) argumentam que o cenário internacional favorável, permitiu o relaxamento fiscal e monetário no governo Lula, mantendo-se o “tripé macroeconômico”. Assim,

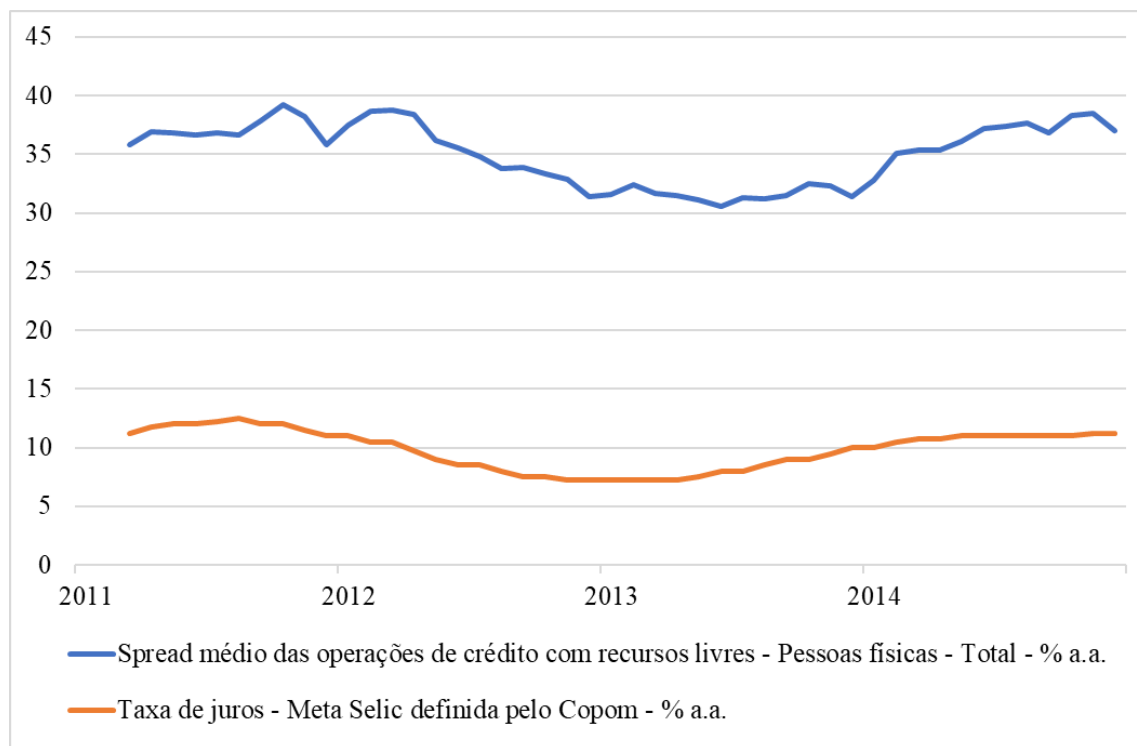
A entrada de divisas, motivada pelo aumento do preço de commodities, de um lado, e pelo aumento da liquidez e redução das taxas de juros internacionais, de outro, aumentou as pressões no sentido da valorização da taxa de câmbio, a qual foi sancionada pelo Banco Central do Brasil (BCB). A queda da taxa de câmbio viabilizou a contenção da taxa de inflação que permitiu a queda da taxa de juros, que estimulou o crescimento da economia. (OLIVEIRA e WOLF, 2016)

Dessa forma, o cenário internacional favorável, observado durante os governos Lula, permitiram que fossem adotadas as políticas de estímulo ao crédito e ao consumo, com impacto controlado na inflação, uma vez que a taxa de câmbio realizava tal compensação.

A partir de 2010, contudo, conforme exposto em Serrano e Summa (2015), o governo adotou medidas macroprudenciais, como o aumento da taxa básica de juros, passando de 8,5%, em fevereiro de 2010, para 12,5%, em agosto de 2011, bem como o aumento do depósito compulsório

dos bancos, do capital mínimo exigido para empréstimo de longo prazo, dos impostos sobre transações financeiras para crédito de consumo e aumento do pagamento mínimo de cartão de crédito. Essas políticas buscavam conter a Demanda Agregada e a evolução da inflação, devido a pressão de diversos setores da sociedade (VEJA, 2011).

Figura 12 – Evolução do *spread* médio das operações de crédito e da meta Selic.



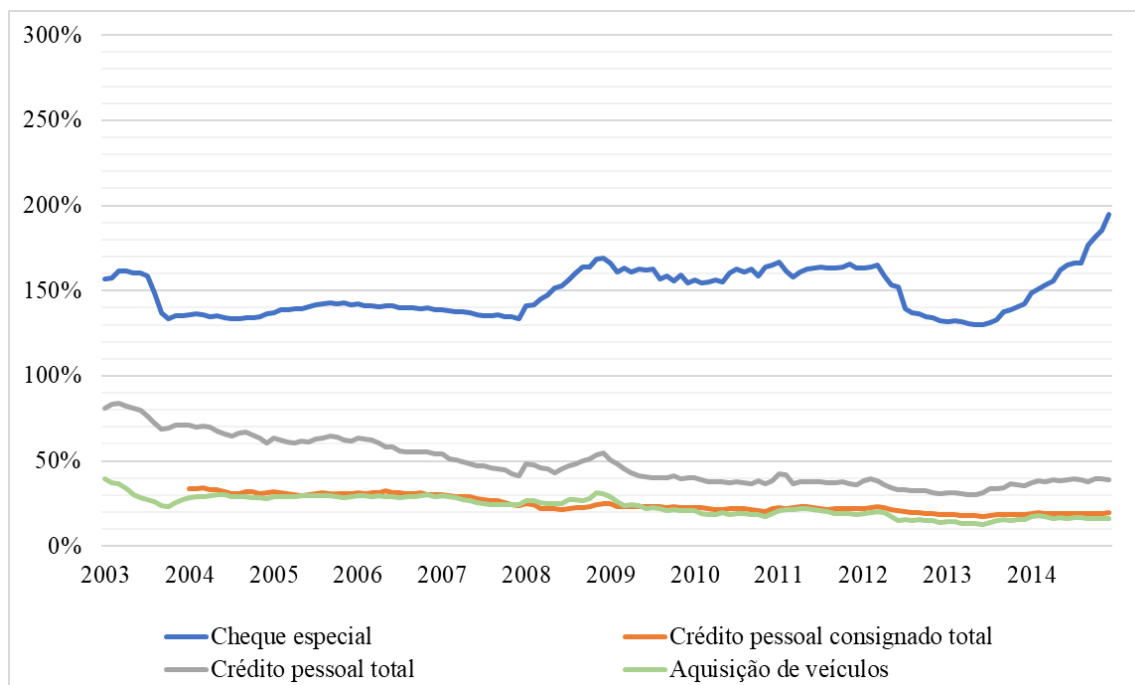
Fonte: BCB, elaboração própria.

Contudo, ao final de 2011, o governo inicia reorientação com políticas como queda da taxa de juros e aumento da atuação direta dos bancos públicos. Segundo Camarotti (2011), a redução da Selic em setembro de 2011, ocorreu devido a pressão da então presidente Dilma Rousseff, que avaliava que a economia brasileira já indicava entrada em processo de desaceleração suficiente para contensão do “risco inflacionário”.

O impacto das medidas citadas acima, podem ser observadas na figura abaixo, visto que existe clara tendência de redução da taxa média de juros das operações de crédito livres para pessoas físicas no período entre 2003 e 2013, com reversão após esse período. Importante destacar o ano de 2009, quando houve pico, decorrente da crise do *subprime*, ocorrida nos Estados Unidos e com reflexo em economias de todo o mundo, porém, a trajetória de queda é rapidamente retomada. A exceção, em relação a queda pós 2009, ocorre apenas para a taxa média de juros real

do cheque especial que apresenta relativa estabilidade entre 2004 e 2008 e posterior estabilidade entre 2009 e 2013, em patamar mais elevado.

Figura 13 – Taxa média de juros real das operações de crédito com recursos livres - Pessoas físicas - % a.a.

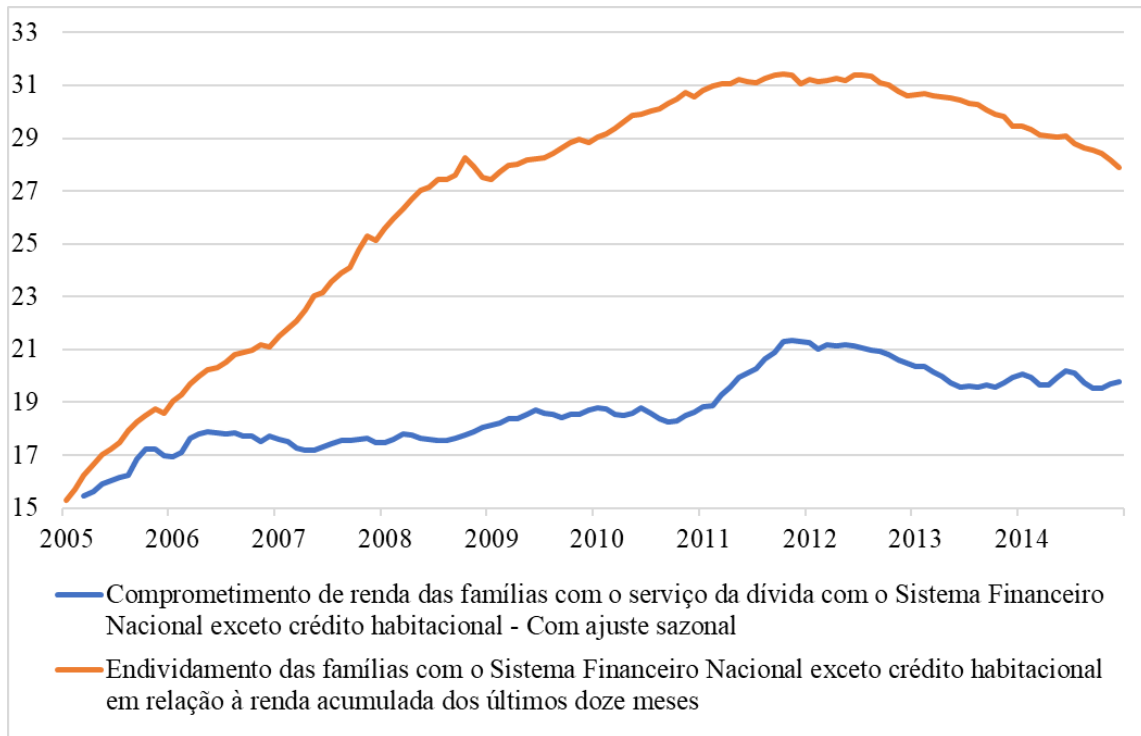


Fonte: BCB, elaboração própria.

Segundo Pariboni (2017), a redução da taxa de juros gera aumento direto no nível da demanda agregada, complementando, dessa forma, o efeito positivo causado pelo aumento das operações de crédito e potencializando a estratégia utilizada para desenvolvimento da economia brasileira.

Contudo, após a elevação da taxa de juros e a implementação de outras medidas, como redução de prazo de empréstimos, o endividamento das famílias apresenta estagnação e posterior queda, mesmo com a redução da taxa de juros e pressão para redução do *spread* bancário através do aumento da participação dos bancos públicos. A partir desse cenário é evidente, também, o rápido aumento do comprometimento de renda das famílias, conforme aponta Lima (2018), elevando principalmente o componente referente a amortização das dívidas.

Figura 14 – Comprometimento de renda das famílias e Endividamento das Famílias - %



Fonte: BCB, elaboração própria.

Sobre o vínculo entre o consumo via crédito e a taxa de juros, em Schetinni *et al* (2011), os autores apresentam o modelo macroeconômico de maior escala desenvolvido entre 1999 e a década de 2000, que busca a construção de uma função de consumo. O modelo em questão aponta baixo efeito renda, bem como da taxa de juros, enquanto o crédito possui uma maior preponderância na determinação do consumo. Na mesma medida, o modelo desenvolvido pelos autores utilizando os dados disponíveis para os anos de 1995 e 2009, avalia que

acréscimos de 1% na *proxy* da renda disponível do setor privado utilizada neste trabalho parecem estar associados a acréscimos de cerca de 0,4% no consumo das famílias brasileiras; acréscimos de 1% do PIB no volume de crédito disponibilizado a essas famílias parecem estar associados a acréscimos de 1,5% a 2% no consumo destas; e acréscimos de 1% na taxa de juros real mensal parecem estar associados a reduções de 1,5% a 2% no consumo das famílias brasileiras. (SCHETINNI *et al*, 2011)

Dessa forma, destaca-se a relevância do crédito e da taxa de juros, frente à renda disponível, na determinação do consumo. Tais resultados em muito se assemelham às funções de Fagundes (2017) e Kim, Setterfield e Mei (2014) apresentadas no primeiro capítulo do presente trabalho,

onde o crédito e taxa de juros são variáveis cruciais na determinação do consumo e, consequentemente, do crescimento da economia.

Sobre as operações de crédito por faixa de renda, o Relatório de Inclusão Financeira (RIF), de 2015, apresentada as distribuições dos volumes de crédito segregados por modalidade e por faixa de renda, para os anos de 2012 a 2014. Do RIF, cabe destacar que, nos três anos analisados, cerca de 40 a 45% do volume de crédito através de cartão de crédito, seja parcelado ou rotativo, foi tomado por pessoas com rendimento inferior à 3 salários mínimos, enquanto tomadores com renda acima de 10 salários mínimos foram responsáveis por apenas 20% do volume, aproximadamente. Para o cheque especial, os tomadores com renda de até 3 salários mínimos possuíam cerca de 20%, enquanto os com renda acima de 10 salários mínimos eram responsáveis por quase 45% do volume total.

O comportamento para crédito pessoal sem consignação observado foi equivalente ao verificado no cheque especial, embora, para o crédito pessoal com consignação, observou-se que clientes com renda de até 3 salários mínimos tomaram cerca de 35% do volume de crédito, enquanto 22% do volume foi tomado por indivíduos com renda superior à 10 salários mínimos.

Sendo assim, o que se observa é que o crédito pessoal consignado e cartão de crédito foram mais utilizados por parte da população com menor renda, enquanto o crédito pessoal sem consignação e o cheque especial foram mais utilizados pela população com maior renda. Contudo, como não foram localizados dados anteriores, não é possível analisar a evolução dos indicadores no período em questão.

Claudio Hamilton Dos Santos, em texto intitulado “Notas sobre as dinâmicas relacionadas do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012”, apresenta que “a quantidade de pessoas físicas tomadoras (CPFs distintos) identificadas com responsabilidade de pelo menos R\$5 mil cresceu 155% entre 2005 e 2010 e 389%, se considerado o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2010” (BACEN, apud DOS SANTOS, 2013). O autor salienta que que não foi possível utilizar os dados para responsabilidades abaixo de R\$5 mil, pois não era obrigatória a identificação junto ao Banco Central.

Em trabalho realizado por Carvalho *et al* (2016) analisando os dados do Sistema de Contas Nacionais (SCN), a PNAD e a Pesquisa do Orçamento Familiar (POF), no período entre 2000 e 2013, os autores observam o aumento expressivo do peso dos serviços de intermediação financeiro

nesse período. Através dos dados do SCN, é possível verificar que esse setor teve seu peso alterado no consumo das famílias, passando de 4,06 em 2000, para 6,86 em 2013. Os autores atribuem esse aumento ao acesso, pelas classes de renda mais baixas, à linhas de financiamento.

No mesmo trabalho, são expostas a POF de 2002-2003 e de 2008-2009. Nessas pesquisas é possível verificar que os serviços de intermediação financeira para as famílias com renda até R\$ 400,00 e entre R\$ 400,00 e R\$ 600,00, saem de 0,92% e 0,87%, respectivamente, e alcançam 1,04% e 1,28% do consumo das famílias. Enquanto nas famílias com renda acima de R\$ 3.000,00, o consumo reduz de 7,51% para 6,51%. Esses resultados indicam que o crescimento do endividamento ocorreu, principalmente, para famílias de baixa renda, conforme apontado em Dos Santos (2013).

Ainda em Carvalho *et al* (2016), é visível o impacto das políticas de financiamento de imóveis para famílias de baixa renda, através da verificação do aluguel imputado. O aluguel imputado é o valor atribuído ao imóvel próprio, ou seja, o valor que seria pago caso o imóvel fosse alugado. Na POF realizada em 2002-2003, o peso desse setor era de 15,38%, para as famílias com renda até R\$ 400,00, porém, alcançam 21,2%, na POF 2008-2009.

Variável também importante, destacada no modelo de Fagundes (2017), é a propensão a consumir das famílias, em Carvalho *et al* (2016). Os autores avaliam, através dos dados da POF de 2002-2003 e de 2008-2009, que o gasto-renda monetária passa de 1,15 para 2,15, nas famílias com renda até R\$ 400,00, assim como para as famílias com renda entre R\$ 400,00 e R\$ 600,00, sai de 1,16 para 1,43. Em contrapartida, as demais faixas de renda possuem redução, dessa relação, com destaque para as famílias com renda acima de R\$ 3.000,00, que apresentam redução de 0,81 para 0,67.

É importante destacar que os autores salientam que os resultados da POF, no geral, não subestimam o crescimento do setor de serviços de intermediação financeira, observado no SCN, nesse mesmo período. Ao mesmo tempo, o SCN apresenta uma redução nos alugueis imputados, contudo, essa redução não está presente na POF. Essas diferenças ocorrem por questões metodológicas das duas pesquisas e que, conforme apontado pelos autores, é um movimento bastante verificado ao redor de todo o mundo, principalmente quando a inflação se acelera. Em resumo, parte da diferença pode ser atribuída ao fato de o consumo das famílias no SCN ser obtido através de um misto de método do resíduo com estimação direta da POF, enquanto os resultados

da POF podem ser alterados de acordo com a análise dos setorialistas do IBGE, instituto responsável pela pesquisa.

Contudo, conforme exposto no primeiro capítulo deste trabalho, para além do crescimento de uma economia através do efeito do crédito no supermultiplicador *sraffiano*, é necessário verificar se a estrutura em questão é sustentável. Haja visto que o crédito também pode atuar como redutor do consumo, caso o crescimento da renda não seja suficiente para o cobrir os custos das dívidas contraídas. Por isso, embora a expansão do crédito estivesse gerando crescimento da economia brasileira, é importante verificar se também não estava direcionando a um estrangulamento da mesma, conforme apontado por alguns autores.

III.2 – A insustentabilidade do ciclo como causa.

Carneiro (2017) avalia que, devido ao acirramento do conflito distributivo, que impediu o aumento de renda via redistribuição para pagamento do serviço da dívida, bem como o alto comprometimento da renda da população brasileira, em conjunto com a redução da oferta de crédito, o ciclo de crescimento esgotou na virada da década, forçando a reorientação da política econômica.

Sendo assim, embora o autor reconheça a importância do crédito para a expansão da economia brasileira, avalia que o papel do crédito foi limitado pelos altos juros, uma vez que “para níveis relativamente baixos de endividamento, o comprometimento da renda com o pagamento de seu serviço mostra-se relativamente alto” e só foi possível devido a atuação do setor público, compensando a retração do setor privado.

III.3 – A insustentabilidade do ciclo como efeito.

Serrano e Summa (2015), apontam que as medidas macroprudenciais adotadas pelo governo e apontadas no início deste capítulo acabaram por estrangular os consumidores, pois geraram aumento direto na taxa de juros ao consumidor. Nesse sentido, é possível argumentar que, a desvalorização do câmbio realizada no governo Dilma, a partir de 2011, com a reorientação das políticas, foi um dos fatores responsáveis por inviabilizar a manutenção das bases do ciclo virtuoso de crescimento observado durante os governos Lula.

De acordo com Serrano e Summa (2015), a redução da taxa de juros para crédito ao consumidor não foi suficiente para manter o crescimento do consumo baseado no crédito. Os

autores apontam ainda que, devido a redução do crescimento econômico, a taxa de criação de empregos no setor formal reduziu, impactando, também, no surgimento de novos possíveis tomadores de crédito.

Analisando dados sobre o endividamento e o comprometimento de renda e comparando com valores internacionais, Sicsú (2017) observa que o endividamento das famílias em relação ao PIB, mesmo tendo crescido vigorosamente no período em questão, encontra-se muito abaixo do patamar internacional. Em contrapartida, o comprometimento de renda das famílias, embora não tenha apresentado grande variação, é significativamente maior que de outras economias, sendo o autor, devido à alta taxa de juros cobrada.

Ainda em Sicsú, o autor avalia que o aumento do endividamento não causou comprometimento da renda futura suficiente para impactar o consumo e reduzir a taxa de crescimento. Segundo análise do autor, não foi o processo endógeno de aumento do endividamento que reduziu o consumo, mas o salto do comprometimento de renda observado em 2011, em decorrência do aumento exógeno da taxa básica de juros, bem como a redução do investimento do governo e da taxa de crescimento do consumo do governo.

Conforme aponta Pariboni (2017), a alteração dessas variáveis exógenas, como redução dos gastos autônomos do governo, acabará por reduzir a taxa de crescimento da economia e aumentar a relação dívida-renda, levando a insustentabilidade do ciclo. Essa relação pode ser observada na figura 13, uma vez que, mesmo com a redução do endividamento das famílias, a partir de 2011, o comprometimento da renda mantém-se estável, com leve redução apenas entre 2012 e 2013.

Baseando-se no modelo de sustentabilidade estruturado por Barba e Pivetti (2012), Guimarães (2016) estudou o período entre 2004 e 2014, verificando a condição determinada no modelo em questão, através de dados do Banco Central do Brasil e elaboração de *proxy* para a taxa de juros para as famílias, e conclui que, tanto de forma agregada, quanto segregando as modalidades de crédito, existia sustentabilidade do ciclo, com exceção de trimestres específicos para a modalidade cartão de crédito. Dessa forma, não seria correto afirmar que o modelo de crescimento através do crédito teria se esgotado.

Tabela 2 - Condição de Sustentabilidade: Crédito a PF com recursos livres (*proxy*)

	$s-k$	$(i-w)\frac{D}{W}$	$s-k \geq (i-w)\frac{D}{W}$
2005	0,169	0,090	Sim
2006	0,176	0,091	Sim
2007	0,174	0,089	Sim
2008	0,180	0,123	Sim
2009	0,187	0,101	Sim
2010	0,186	0,098	Sim
2011	0,213	0,098	Sim
2012	0,205	0,081	Sim
2013	0,198	0,086	Sim
2014	0,195	0,103	Sim

Fonte: GUIMARÃES, 2016.

Entretanto, o estudo realizado por Guimarães (2016), utiliza dados agregados de renda, o que pode não representar a real sustentabilidade do ciclo. Uma vez que as parcelas de trabalhadores com rendas inferiores possuem maior propensão à consumir e que, segundo dados apresentados neste capítulo e o modelo no qual a análise se baseia, esses trabalhadores também seriam os principais tomadores de crédito, visto que buscam equiparar suas cestas de consumo com os trabalhadores de alta renda. Dessa forma, seria necessário verificar se a renda dos tomadores de créditos cresce em proporção suficiente para sustentar o crescimento do crédito.

CONCLUSÃO

Neste trabalho foram apresentados modelos teóricos de relação entre Demanda Agregada e crédito para famílias, bem como modelos para análise de sustentabilidade de ciclos de crescimento baseados nessa modalidade de crédito. Isso pois, conforme apresentado, o crescimento brasileiro ocorrido entre 2003 e 2010 foi diretamente influenciado por essa ferramenta. Para além disso, a partir de 2011, a retração no crescimento também possui relação com as políticas referentes ao crédito para famílias.

Sendo assim, foi observado que, graças a cenário externo favorável, o governo brasileiro pode criar, a partir de 2003, as bases para a construção de um mercado doméstico consumidor robusto e capaz de sustentar a economia brasileira. Contudo, alguns autores, como Carneiro (2017), argumentam que não houve alteração da estrutura produtiva capaz de responder ao estímulo gerado, o que levou ao esgotamento do ciclo a partir de 2010.

Carneiro (2017) argumenta também que a tentativa de alteração da estrutura social, iniciada pelos governos Lula, geraram forte conflito distributivo, contribuindo para a desestabilização das bases para o ciclo de crescimento virtuoso. Foi exposto também, a análise de Serrano e Summa (2015), que argumentam que o esgotamento do ciclo foi causado justamente pelas políticas macroprudenciais e pelo reajuste fiscal adotado pelo governo.

Para avaliar esse cenário, foram apresentados os estudos de Dos Santos (2013), Schettini *et al* (2011) e Guimarães (2016), baseados em dados do Banco Central do Brasil, de pesquisas realizadas pelo IBGE, como a POF e a PNAD, e do SCN. As informações dispostas por Guimarães (2016) apontam para o cenário onde o ciclo de crescimento baseado no crédito não se encontrava completamente esgotado quando o governo adotou as políticas macroprudenciais.

Contudo, para que fosse possível afirmar o ciclo realmente havia se esgotado, seria crucial a capacidade de análise do endividamento e capacidade de solvências das famílias de forma segregada por faixa de renda, uma vez que o endividamento e o consumo apresentam grandes diferenças por faixa de renda.

Dessa forma, os modelos de sustentabilidade de crescimento baseado no crédito, pressupõem que o crescimento da renda deve ser capaz de suportar o pagamento do serviço da dívida no futuro sem o comprometimento do consumo. Por isso, caso a renda cresça para camadas

da sociedade diferentes das camadas que estão contraindo o endividamento e sustentando o crescimento através do consumo, o ciclo também não será sustentável, uma vez que as famílias que se tornarem endividadas não serão capazes de honrar seus compromissos futuros.

Com os dados expostos no presente trabalho, é possível inferir que, embora houvesse um aparente aumento do endividamento nos setores da sociedade com menor rendimento, também houve aumento da renda dos mesmos, apontando, também, para sustentabilidade do ciclo. Entretanto, os dados referentes ao endividamento das famílias não são disponibilizados de forma segregada, impedindo que seja realizada a análise proposta de forma conclusiva.

A taxa de amortização, segundo modelo de sustentabilidade desenvolvido por Fagundes (2017), seria outra variável relevante para análise. Entretanto, não foram identificados indicadores que pudessem ser utilizados como parâmetros para tal, sendo mais um fator que impossibilita tal cálculo para a economia brasileira.

Em todo caso, é evidente que houve, no período entre 2011 e 2014, um aumento da inadimplência das pessoas físicas tomadoras de crédito livre, conforme dados do Banco Central do Brasil, e que houve retração no consumo, revertendo o ciclo virtuoso de crescimento experimentado até então. Como exposto, também, no terceiro capítulo do presente trabalho, após a implementação das medidas macroprudenciais, mesmo com nova tentativa do governo federal em estimular o crédito, o setor privado não respondeu na mesma intensidade e velocidade, tornando-se um obstáculo para a retomada do ciclo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). Relatório de inclusão financeira. Brasília, 2015.

BARBA, A.; PIVETTI, M. Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 1, p. 113-137, 2008.

BIELSCHOWSKY, R. A Estratégia de Desenvolvimento e o Consumo de Massa. **Desafios do Desenvolvimento**, nº 3. Brasília. IPEA. Outubro de 2004.

CAMAROTTI, G. “Presidente faz pressão por corte”. **O Globo**, Rio de Janeiro, 1 set. 2011. Economia, p. 23.

CARNEIRO, R. Navegando a Contravento (Uma Reflexão sobre o Experimento Desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff). Texto para Discussão, n. 289, 2017.

CARVALHO, S. S. et al. O consumo das famílias no Brasil entre 2000 e 2013: uma análise estrutural a partir de dados do Sistema de Contas Nacionais e da Pesquisa de Orçamentos Familiares. Texto para Discussão, Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), No. 2209, 2016.

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

FAGUNDES, L. Dinâmica do consumo, do investimento e o supermultiplicador: Uma contribuição à teoria do crescimento liderada pela demanda. 2017. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.

GARBER, Gabriel *et al.* Household Debt and Recession in Brazil. National Bureau of Economic Research, 2018.

GUIMARÃES, D. Crédito às famílias no Brasil (2004-2014): uma análise descritiva e um estudo de sua sustentabilidade. 2016. Monografia de Bacharelado. Universidade Federal de Rio de Janeiro, Brasil.

KIM, Y...; SETTERFIELD, M.; MEI, Y. A theory of aggregate consumption. **European Journal of Economics and Economic Policies**, v. 11, n. 1, p. 31-49, 2014.

LIMA, Pedro. Crédito para consumo no Brasil (2003-2018). 2018. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.

PARIBONI, R. Household consumer debt, endogenous money and growth: A supermultiplier-based analysis. **PSL Quarterly Review**, v. 69, n. 278, 2016.

SARAMAGO, H.; FREITAS, F.; MEDEIROS, C. Distribuição funcional da renda: aspectos conceituais e metodológicos e uma análise de decomposição para a parcela salarial no Brasil (1995-2015) Texto apresentado no XXIII ENEP, Niteroi, 2018.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. **Observatório da economia global**, n. 6, 2011.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. **Center for Economic and Policy Research**, agosto de 2015.

SCHETTINI, B. et al. Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo agregado das famílias brasileiras no período 1995-2009, Texto para Discussão, Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), No. 1614, 2011.

SICSÚ, J. Governos Lula: a era do consumo?. Texto para Discussão, 2017.

VEJA. “Inflação em 2010 tem a maior alta em seis anos”. 2011. Disponível em <<https://veja.abril.com.br/economia/inflacao-em-2010-tem-a-maior-alta-em-seis-anos/>>.

Acessado em 24 mar. 2019