



Universidade de Brasília

Faculdade de Administração, Contabilidade, Economia e Gestão  
de Políticas Públicas

Departamento de Economia

Programa de Pós-Graduação em Economia

PEDRO FERRONATO GOMES DE ABREU

ANÁLISE SOBRE A CONCESSÃO DE CRÉDITO BANCÁRIO LIVRE  
VIA CAPITAL DE GIRO PARA PESSOA JURÍDICA NA ECONOMIA  
BRASILEIRA ENTRE 2010 E 2016.

BRASÍLIA

2024

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE, ECONOMIA E GESTÃO DE  
POLÍTICAS PÚBLICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

PEDRO FERRONATO GOMES DE ABREU

ANÁLISE SOBRE A CONCESSÃO DE  
CRÉDITO BANCÁRIO LIVRE VIA  
CAPITAL DE GIRO PARA PESSOA  
JURÍDICA NA ECONOMIA BRASILEIRA  
ENTRE 2010 E 2016.

Dissertação apresentada como requisito para  
obtenção do título de mestre em economia  
pelo programa de pós-graduação em  
economia da Universidade de Brasília.

Área de Concentração: Economia Monetária

Linha de pesquisa: Pós-keynesiana

Orientadora: Professora Doutora Adriana Moreira Amado

BRASÍLIA

2024

*Dedico esta dissertação à cidade de Brasília, cenário onde minha jornada acadêmica se desenrolou. Aqui, a visão de Lúcio Costa e Oscar Niemeyer transcende o concreto e aço, nos inspira por um futuro moderno e integrado em cada curva e em cada traço.*

*Neste cenário monumental, graças ao idealismo de Darcy Ribeiro, a Universidade de Brasília se destaca como um marco de saber e resistência. Em sua essência, a UnB personifica o espírito de Brasília: um espaço de construção coletiva, onde o conhecimento floresce em plena integração com o cerrado, alicerçado no diálogo e na liberdade de pensamento.*

*Que este trabalho seja, então, uma homenagem a essa cidade única e à Universidade de Brasília. Que Brasília e a UnB, com suas grandiosidades arquitetônicas e suas capacidades de acolher o novo, continuem a ser fonte dos que buscam, como eu, transformar o mundo e abrir novos caminhos sob seu céu vasto e generoso.*

## AGRADECIMENTOS

Foram tantas as mãos e mentes que me suportaram nesta jornada que não existem palavras ou páginas que possam conter lista suficiente, que deem conta de toda a minha gratidão. Entre amigos, novos e antigos; parentes, próximos ou distantes; companheiros de trabalho, professores ou estudantes; todos que me acompanharam nesses últimos anos tem sua parte nessa obra, que como seu autor, é fruto de um esforço coletivo. Mas, é preciso mencionar alguns nomes que tiveram um papel especial nessa construção.

Primeiramente, devo citar aqueles que me levaram a decidir pela busca do conhecimento. meus pais: Prof. Me. Joaquim Gomes de Abreu Jr. e Prof. Ma. Marina Amélia Ferronato Gomes de Abreu, porque desde que me conheço por gente, estimulam minha curiosidade; e a minha irmã Prof. Dra. Petra Ferronato Gomes de Abreu por me mostrar o caminho da coragem para enfrentar a mudança e encarar os desafios que a vida nos coloca estejam eles onde estiver.

Gostaria de agradecer ao Dr. José Pedro Bastos Neves por me apresentar essa cidade da forma adequada, despertando a paixão que ela foi desenhada a inspirar. Se não fossem aqueles dias de 2016, eu não estaria aqui, estaria sei lá onde, no mesmo lugar de sempre.

Gostaria de agradecer à Prof. Ma. Amanda Oliveira do Vale Lira pelo apoio subjetivo e concreto, por estar do meu lado em todos os momentos, de desespero e de glória, e pelas dezenas de horas investidas em incontáveis revisões (incluindo a deste texto). Por falar em revisões, cabe lembrar a ajuda e o suporte dos amigos Prof. Dra. Tânia Aparecida Gomes Paes e Me. Theo Oliveira Torres dos Santos, que me ajudaram no primeiro esboço desse novo projeto, de dissertação e de vida.

Por último e de grande importância, agradeço ao Prof. Dr. Norberto Montani Martins por aceitar meu convite e dedicar seu tempo a tão humilde projeto. Agradeço principalmente a Prof. Dra. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo e a Prof. Dra. Daniela Freddo, por apresentarem a Prof. Dra. Adriana Moreira Amado, que merecia uma nova página dedicada só a ela. Prof. Dra. Adriana não apenas foi meu farol neste trabalho, mas meu Virgílio no mundo acadêmico. Quem me dera, em futuro próximo, alcançar o privilégio de passar muitos mais dias em sua companhia novamente.

Com tantos professores e títulos ao meu redor, eu preciso agradecer ao acaso, que me trouxe a fortuna de possuir tantas referências para admirar e me nortear. Agradeço todos os dias a sorte de estar cercado por pessoas tão notáveis que, ao compartilhar um pouquinho de suas virtudes, me ajudam cotidianamente a crescer. Obrigado!

*“Tempo é Dinheiro”*  
(Benjamin Franklin)

## RESUMO

Pedro Ferronato Gomes de Abreu (Ferronato, Pedro). **Análise sobre a concessão de crédito bancário livre via capital de giro para pessoa jurídica na economia brasileira entre 2010 e 2016**. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Economia da Universidade de Brasília, 2024.

A teoria pós-keynesiana, e particularmente a hipótese da instabilidade financeira de Minsky, indica que as variáveis ligadas as expectativas dos agentes podem ter maior capacidade de antecipar o comportamento da concessão de crédito para empresas por parte dos bancos privados do que as variáveis ligadas a situação econômica real. A partir desta concepção, essa dissertação busca encontrar dentre as séries temporais disponibilizadas pelo Bacen, FIPE, FGV, B3 e IBGE, as que possuem maior aderência ao comportamento da concessão de crédito para empresas por parte dos bancos privados via o instrumento de capital de giro, no Brasil, entre 2010 e 2016. Para tal é feita uma análise comparativa das séries.

Palavras chaves: Crédito, Capital de Giro, Pós-Keynesiano, Crise 2015-16 no Brasil, Hyman Minsky, Ciclos de Crédito, Hipótese da Instabilidade Financeira.

## ABSTRACT

Pedro Ferronato Gomes de Abreu (Ferronato, Pedro). **Análise sobre a concessão de crédito bancário livre via capital de giro para pessoa jurídica na economia brasileira entre 2010 e 2016.** Dissertação (Mestrado) – Departamento de Economia da Universidade de Brasília, 2024.

The post-keynesian theory, particularly Minsky's financial instability hypothesis, suggests that variables related to agents' expectations may have a greater ability to anticipate the behavior of credit granting to companies by private banks than variables related to the economic real situation. Based on this concept, this dissertation aims to identify, among the time series provided by Bacen, FIPE, FGV, B3, and IBGE, which ones are most closely aligned with the behavior of credit concession to companies by private banks through working capital loans in Brazil between 2010 and 2016. To this end, a graphical comparative analysis of the series is performed.

Key words: Credit, Working Capital, Post-Keynesian, 2015-16 Crisis in Brazil,

Hyman Minsky, Credit Cycles, Financial Instability Hypothesis.

## LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1 - Ilustração sobre o equilíbrio entre preferência intertemporal das famílias quanto a consumo e retorno esperado do capital.	22
Gráfico 1 - Evolução entre o período dos anos de 2002 a 2021 considerando o (A) Produto Interno Bruto (PIB), (B) o saldo da carteira de crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para os setores não financeiros, e o coeficiente carteira total/PIB aos preços de hoje.	38
Gráfico 2 - (A) Evolução da participação da carteira pessoa jurídica (PJ) e da carteira pessoa física (PF) considerando o crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e (B) Evolução do saldo da carteira PJ e PF, entre o período dos anos de 2008 a 2021 a preços de hoje.	40
Gráfico 3 - (A) Evolução da participação da carteira livre e direcionada na carteira de crédito de pessoa jurídica (PJ) e (B) Evolução do saldo da carteira livre e direcionada na carteira PJ (bilhões de reais), entre o período dos anos de 2007 a 2021.	42
Gráfico 4 - Evolução do saldo da carteira de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais), entre o período dos anos de 2007 a 2021 a preços de hoje.	45
Gráfico 5 - Evolução do saldo da carteira de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e das concessões de crédito livre na modalidade capital de giro para PJ (bilhões de reais), entre o período dos anos de 2007 a 2021 a preços de hoje.	47
Gráfico 6.....	48
(A) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e PIB (bilhões de reais);	
(B) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Selic média do ano;	
(C) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Taxa média de juros das operações de crédito livre de capital de giro para PJ;	
(D) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e inadimplência média do ano da carteira crédito livre de capital de giro para PJ;	
(E) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e IPCA;	

(F) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Total de empresas com despesas financeiras acima do EBTIDA. Todas as variáveis foram analisadas entre o período dos anos de 2010 a 2016 e a preços de hoje.

Gráfico 7 - Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e *Spread* bancário médio no ano para operações de crédito livre de capital de giro para PJ (pontos percentuais). Alternativamente: Gráfico 6 (C) - Gráfico 6 (B) 53

Gráfico 8..... 57

(A) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança empresarial – ICE;

(B) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança indústria - ICI,

(C) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança do varejo ampliado - ICOM,

(D) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança de serviços - ICS,

(E) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança da construção - ICST. Todas as variáveis foram analisadas entre o período dos anos de 2010 a 2016.

Gráfico 9 ..... 59

(A) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Indicador de Incerteza da Economia Brasil (IIE-Br);

(B) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Indicador de Incerteza da Economia Brasil – Componente Mídia (IIE-Br Mídia);

(C) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Indicador de Incerteza da Economia Brasil – Componente Expectativas (IIE-Br Expectativas).

## Sumário

Dedicatória .....	III
Agradecimentos .....	IV
Resumo .....	VI
Abstract .....	VII
Lista de Figuras e Gráficos .....	VIII
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2 REVISÃO LITERÁRIA: A VISÃO PÓS-KEYNESIANA SOBRE A MOEDA .....</b>	<b>4</b>
2.1 A moeda importa? Uma revisão sobre a não neutralidade .....	4
2.2 Moedas e bancos: Endogeneidade da moeda.....	15
2.3 Fragilidade financeira.....	28
<b>3 PRECURSORES DO CRÉDITO: VARIÁVEIS REAIS VERSUS EXPECTACIO- NAIS.....</b>	<b>36</b>
3.1 Efeito do crédito no produto interno bruto (PIB).....	36
3.2 Crédito pessoa jurídica e crédito pessoa física.....	39
3.3 Crédito direcionado e crédito livre .....	41
3.4 Capital de Giro.....	43
3.5 Dinâmica do saldo da carteira de crédito.....	45
3.6 Concessão de capital de giro com recursos livres para pessoa jurídica.....	46
3.7 Fundamentos da retração da concessão de capital de giro: Variáveis reais ..	48
3.8 Fundamentos da retração da concessão de capital de giro: Expectativas .....	56
<b>4 CONCLUSÃO .....</b>	<b>63</b>
<b>5 REFRÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>67</b>
<b>6 ANEXOS .....</b>	<b>71</b>

## 1 INTRODUÇÃO

No período entre os anos de 2003 e 2012, houve um crescimento importante da carteira de crédito no Brasil, seguido de estagnação nos anos de 2013 e 2014, desembocando em profunda retração nos anos de 2015 e 2016. Durante os anos de expansão, o país obteve resultados razoáveis de crescimento da renda, ou no mínimo, positivos. Nos períodos posteriores, houve importante desaceleração deste crescimento e, por fim, uma das crises mais severas vivenciadas até o momento. Apenas em 2022, houve superação dos valores de produção interna bruta de 2014: mais uma década perdida da nossa história.<sup>1</sup>

O crédito bancário desempenha um papel fundamental na economia, sendo uma importante fonte de financiamento para empresas e indivíduos. Conseqüentemente, a queda no crédito bancário pode ter impactos negativos significativos na economia, incluindo a redução do Produto Interno Bruto (PIB) (Minsky, 1977; Mollo, 2004; Carvalho, 2006; Bordo & Haubrich, 2010; Neves, 2022). Dessa forma, este ensaio pretende investigar as variáveis cujo comportamento precede ou acompanha a queda no crédito bancário na crise econômica brasileira de 2015-16 com o objetivo de sinalizar momentos de fragilidade. O enfoque se dará principalmente na disponibilidade da linha de capital de giro pelos bancos privados, modalidade encontrada dentro da classificação de crédito livre para pessoa jurídica (PJ).

A hipótese é que a queda na disponibilidade de crédito para PJ, na linha de capital de giro, não está fundamentada no plano da economia real, notadamente nos índices de inadimplência, mas sim na deterioração das expectativas dos agentes do Sistema Financeiro Nacional (SFN). A partir desta hipótese serão levantadas as séries de dados que podem ser acompanhadas para perceber possíveis ameaças para deterioração da concessão de crédito livre para PJ, notadamente, capital de giro.

É de conhecimento geral o quão profunda foi a extensão da crise econômica brasileira de 2015-16. Proporcionando não apenas efeitos imediatos, mas também

---

<sup>1</sup>Segundo séries do Banco Central do Brasil: 1207 (Produto interno bruto em R\$ correntes) e 20539 (Saldo da carteira de crédito – Total), ambas deflacionadas pela série 1211 (Deflator implícito).

efeitos de longo prazo, como a destruição de capacidade instalada (Bruno e Caffé, 2018; Barbosa Filho, 2017). Por isso, trazer novos pontos de observação para traçar políticas econômicas que evitem a repetição de um episódio drástico como esse é de grande interesse social.

É reconhecido que muito já foi feito no sentido de entender as causas da crise econômica brasileira de 2015-16, mas ainda não existe consenso sobre o assunto. Um conjunto de autores como (Barbosa Filho, 2017) enfatizaram o papel de políticas ativas de Estado possivelmente equivocadas. Outros, apontaram para as questões estruturais da economia brasileira (Singer, 2018; Pimenta, Saad-Filho e Morais, 2018; Martins, 2022). Há quem aponte para as questões ligadas ao setor externo (Biancarelli, Rosa & Verghanini, 2017). Porém, são escassos os estudos com enfoque específico no comportamento da oferta de crédito livre. Longe de pretender apontar pesos e relevância das causas apontadas pela extensa literatura do tema, esta dissertação visa apenas preencher a lacuna da análise pormenorizada do crédito livre para pessoa jurídica (PJ), e por consequência, adicionar novos pontos para essa questão ainda não pacificada.

A metodologia adotada para o estudo é qualitativa e quantitativa-histórica. A partir do arcabouço teórico pós-Keynesiano, com destaque para a hipótese da fragilidade financeira de Hyman Minsky, fundamenta-se a relevância deste estudo e a escolha das séries de dados que serão testadas para encontrar possíveis correlações com o comportamento da variável monitorada: Concessão de crédito livre para pessoa jurídica via capital de giro<sup>2</sup>. Como instrumento de avaliação, serão utilizadas: as séries temporais disponibilizadas pelo Banco Central (Bacen) sobre a concessão da linha de capital de giro, a evolução da inadimplência, taxa básica de juros e contas nacionais; números de confiança, em diversos cortes, disponibilizados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV); dados oferecidos pelo Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC/FIPE) sobre ROE (Retorno sobre patrimônio) e comprometimento de caixa das empresas com despesas financeiras; além de outras séries que possam colaborar para a compreensão do comportamento da variável de estudo.

---

<sup>2</sup> Série 20642 do Banco Central do Brasil.

Esta dissertação foi organizada em dois capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo é dividido em três seções, em que se faz uma revisão da literatura pós-keynesiana a respeito da não neutralidade da moeda, da endogeneidade da moeda e do papel dos bancos em uma economia monetária de produção, e do ciclo de crédito sob a hipótese da fragilidade financeira. No segundo capítulo faz-se o afinamento dentre os componentes do crédito até a concessão de crédito livre PJ na linha de capital de giro. Então apresenta-se uma série de comparações entre as séries temporais coletadas e a concessão de capital de giro livre PJ em busca de encontrar quais dos dados possuem maior poder de precedência frente a esta variável. Os resultados destas comparações serão interpretados a luz da teoria pós-keynesiana.

Por fim, na conclusão, serão elencados quais seriam os melhores dados para acompanhamento da concessão de capital de giro e a aceitação ou não da hipótese central de que as séries ligadas às expectativas dos agentes seriam melhores indicadores antecedentes para este monitoramento.

## 2 REVISÃO LITERÁRIA: A VISÃO PÓS-KEYNESIANA SOBRE A MOEDA

### 2.1 A moeda importa? Uma revisão sobre a não neutralidade

A moeda desempenha um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, resumidamente, um dos fatores operativos nesta situação, desta forma, o curso dos eventos não pode ser predito, nem no longo nem no curto prazo sem o comportamento da moeda entre o primeiro e o segundo estado. (Keynes, 1973a, p.408-409)

Neste capítulo busca-se dentro do arcabouço teórico Keynesiano argumentos que sustentam as colocações sobre não neutralidade da moeda. Como breve contextualização se deve lembrar que Keynes, ao observar a realidade econômica que o cerca, constata que o desemprego aparece como problema persistente. Nas palavras de Paul Krugman no prefácio da edição de 2018 da Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda:

Keynes escreveu durante um período de desemprego em massa, de desperdício e sofrimento em uma escala incrível. Um homem razoável poderia muito bem ter concluído que o capitalismo havia falhado e que apenas mudanças institucionais enormes, talvez a nacionalização dos meios de produção, poderiam restaurar a sanidade econômica. De fato, muitas pessoas razoáveis chegaram a essa conclusão: um grande número de intelectuais britânicos e americanos, que não tinham antipatia particular por mercados e propriedade privada, tornaram-se socialistas durante os anos da depressão simplesmente porque não viam outra maneira de remediar as falhas colossais do capitalismo. (Krugman, 2018)

Com a crise de 1929 e subsequente grande depressão econômica, o desemprego se torna a maior ameaça à sobrevivência das economias de mercado. Tal situação era inconsistente com as previsões das teorias convencionais, que aqui também serão chamadas de ortodoxas.

"Um nível mais alto de desemprego é um indicativo de que há um excesso de oferta de mão de obra que exercerá pressão descendente sobre as taxas de salário real. A "taxa natural de

desemprego", em outras palavras, é o nível que seria determinado pelo sistema Walrasiano<sup>3</sup> de equações de equilíbrio geral, desde que estejam embutidas nele as características estruturais reais dos mercados de trabalho e commodities, incluindo imperfeições de mercado, variabilidade estocástica na oferta e demanda, os custos de obtenção de informações sobre vagas de emprego e disponibilidade de mão de obra, os custos de mobilidade, e assim por diante." (Friedman, 1968).

Os tipos de desemprego considerados no modelo neoclássico são:

Desemprego voluntário: o indivíduo não aceita trabalhar pelo salário vigente, preferindo continuar desempregado;

Desemprego friccional: decorre de reajustes, movimentos setoriais ou regionais da estrutura produtiva e do deslocamento dos trabalhadores. Trata-se de um desemprego temporário, como por exemplo, um trabalhador que pediu demissão para assumir em uma nova empresa, ou foi demitido de uma determinada empresa ou setor e estará desempregado pelo período necessário para que assuma em uma nova empresa ou setor. Também se refere a situações em que existem desempregados em uma determinada região, mas sobram vagas de trabalho em outra região ou setor, bastando um deslocamento dos desempregados para a região ou setor em que estão as vagas de trabalho para eliminar o desemprego.<sup>4</sup>

Logo, como a citação anterior aponta, a taxa de desemprego será formada pelo chamado desemprego friccional. A taxa de desemprego no ponto de equilíbrio com pleno emprego é chamada de taxa natural de desemprego, que corresponde a uma taxa de desemprego temporário na ótica de cada trabalhador, dado que considera que todos os trabalhadores dispostos a trabalhar pelo salário de mercado encontrarão uma ocupação, embora como variável agregada mantenha um valor positivo estável.

Sendo assim as economias tenderiam a um nível de desemprego estável denominado desemprego natural advindo de imperfeições de mercado que causam o desemprego friccional citado anteriormente. O desemprego voluntário, por se tratar

---

<sup>3</sup>O equilíbrio geral walrasiano refere-se à situação em que há igualdade entre oferta agregada e demanda agregada nos mercados de bens e de fatores. Esse equilíbrio é garantido por um vetor de preços responsável pela igualdade.

<sup>4</sup>A definição dos conceitos expostos foi retirada do site do DIEESE: [dieese.org.br/pesquisaDIEESE/2011/201112desempregoLongoPrazo/26.html](http://dieese.org.br/pesquisaDIEESE/2011/201112desempregoLongoPrazo/26.html)

de uma escolha, não é tratado como desemprego. Quanto ao desemprego involuntário, mesmo que se considerasse uma situação na qual se elevasse de forma aguda como presenciado na década de 30, representaria um desvio momentâneo da tendência geral e as próprias forças do mercado seriam capazes de corrigir tais flutuações e o levariam o desemprego involuntário de volta para zero, ou seja, na teoria neoclássica inexistiria desemprego involuntário estrito senso. Os desvios agiriam nos preços relativos reajustando as remunerações do trabalho e capital e levando novamente a economia para o equilíbrio do desemprego natural gerado pelo desemprego friccional.

Como apontado anteriormente, a realidade impunha uma perspectiva diferente: nível de emprego deprimido e desemprego involuntário presente e persistente. “O verdadeiro teste de Keynes não ocorreu durante o período de grave perturbação financeira, mas sim durante o longo período de alto desemprego e demanda deprimida que se seguiu.” (Krugman, 2018). A pergunta que fica é: Se tudo que se produz é consumido, se a oferta gera sua própria demanda, se são válidos os pressupostos ortodoxos, como é possível que a economia passe tanto tempo sem convergência de preços aos níveis que levariam ao equilíbrio walrasiano e conseqüente taxa natural de desemprego?

Esta ideia de funcionamento harmônico da atividade econômica vem dividindo economistas ao longo da História do Pensamento Econômico, e está estreitamente relacionada às suas concepções de moeda. É preciso que a moeda seja vista como algo não desejável por si mesma para que não haja vazamentos no fluxo circular de renda que garante a Lei de Say<sup>5</sup>, ou seja, no fluxo de rendas pagas pelas empresas às famílias pelos fatores de produção, rendas com as quais as famílias compram os produtos das empresas. Em caso contrário, os vazamentos correspondentes à moeda retida deixam de comprar produtos, os quais passam a sobrar, conduzindo à queda da utilização dos fatores de produção. O resultado é a crise, ou a negação da Lei Say, com superprodução ou produção invendável, de um lado, e desemprego, do outro. Observe-se, assim, que a retenção de

---

<sup>5</sup> A ideia explicitada pela Lei de Say em seu enunciado é a de que o mesmo processo de produção que cria os produtos (oferta) gera também rendas, ao pagar salários, lucros, juros, rendas fundiárias e aluguéis, rendas essas que serão responsáveis pela compra dos produtos (demanda). Assim, o resultado da Lei de Say é um resultado harmônico de equilíbrio de mercados em geral, sejam os mercados de produtos, de um lado, sejam os de fatores de produção, como trabalho, capital, terra e recursos naturais, do outro. (Mollo, 2004)

moeda, ao provocar interrupção no circuito de rendas, afeta negativamente a produção. Surge, pois, em decorrência da aceitação do entesouramento como algo passível de ocorrer, visões distintas sobre a neutralidade ou não neutralidade da moeda. (Mollo, 2004)

Ao analisar o comportamento econômico dos agentes Keynes aponta algo crucial para diferenciar sua teoria geral: Os agentes podem voluntariamente não exercer toda a demanda possível por consumo e investimento dadas suas rendas. Abre-se a possibilidade de os agentes optarem por entesourar, ou seja, reter moeda. Por consequência da demanda minorada, a oferta momentaneamente se torna excessiva, o que em um segundo momento leva à sua redução, assim como de sua necessária contratação de mão-de-obra, o que leva ao desemprego persistente. Por que os agentes econômicos retêm moeda quando ela não preenche necessidades de consumo ou investimento? Em vez de questionar a racionalidade dos agentes, a teoria keynesiana procura motivos que suportam a recorrente prevalência deste comportamento.

A solução oferecida a esse mistério repousa na consideração da importância da incerteza que cerca o futuro para indivíduos que vivem em uma economia moderna, baseada na propriedade privada dos meios de produção. (Carvalho, 2006)

Antes de prosseguir, é necessário realizar uma circunscrição de escopo. Keynes ao se afastar das teorias clássicas circunscreve sua teoria a um tipo específico de economia: as economias modernas de mercado, também classificadas em seu trabalho de economias monetárias de produção. A percepção de que a economia contemporânea se comporta de maneira diferente da economia do mundo clássico, ou do universo dos modelos simplificados, abre portas para ressignificação de alguns componentes importantes para o funcionamento do sistema. Especificamente aqui chama-se atenção sobre o significado da moeda e os papéis por ela exercidos nesses dois momentos da nossa história econômica. Nas economias monetárias de produção devemos nos emancipar do papel clássico da moeda observado nos sistemas de baixa complexidade ou de um desenvolvimento bancário incipiente.

No caso clássico, a moeda é vista como um ativo que combina apenas três funções básicas: meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Em uma economia monetária, a moeda agora tem duas leis de circulação, que Keynes chama de circulação industrial e circulação financeira. Na primeira, preserva-se o espaço da moeda como meio de troca, girando produtos e serviços. Na segunda, porém, a moeda gira ativos. Nesta, a sua velocidade depende menos de hábitos e instituições de pagamento e mais de expectativas com relação a retornos de ativos. Para aqueles que esperam movimentos adversos dos preços de títulos (elevação das taxas de juros) no futuro é mais aconselhável reter moeda do que fazer investimentos nos ativos sujeitos a perdas de capital. Altera-se, com isso, o ritmo e, possivelmente, a natureza do processo de acumulação. (Carvalho, 1991).

O ponto crucial do pensamento pós-keynesiano é o papel da moeda em economias capitalistas modernas. Para a visão clássica, a moeda era uma conveniência que tornava as trocas mais eficientes. Já para Keynes, em uma economia moderna a moeda exerce papéis bem mais complexos do que apenas a circulação de mercadorias. (Carvalho, 1991).

A produção nas empresas da economia moderna é realizada com o objetivo de obter lucro financeiro (seguindo a lógica de Marx: D-M-D')<sup>6</sup>, e não para proporcionar utilidade pessoal para seus proprietários (como seria no modelo M-D-M)<sup>7</sup>. A empresa existe para acumular riqueza na forma de moeda (ou riqueza em geral, ou poder aquisitivo em sua forma mais ampla), tendo a moeda como objetivo final e não apenas um meio para alcançar outros fins. Assim, as metas das empresas são diferentes daqueles das famílias. Na economia monetária as firmas acumulam riqueza na forma de moeda como fim. (Carvalho, 1992).

---

<sup>6</sup> Na circulação D-M-D' atravessa como a circulação simples de mercadorias, duas fases contrapostas: na primeira, D-M, a compra, o dinheiro é convertido em mercadoria e, na segunda, M-D, a mercadoria volta a se converter em dinheiro. Porém, a unidade das duas fases é o movimento inteiro da troca de dinheiro por mercadoria e desta última novamente por dinheiro, o movimento da compra da mercadoria para vendê-la, ou, caso se desconsiderem as diferenças formais entre compra e venda, da compra de mercadoria com dinheiro e de dinheiro com mercadoria. O resultado, no qual o processo inteiro se apaga, é a troca de dinheiro por dinheiro, D-D'. (Marx, 1867 cap4 pg2)

<sup>7</sup> A circulação simples de mercadorias M-D-M ocorre, por exemplo, nas mãos do camponês que vende o cereal e, com o dinheiro assim obtido, compra roupas. (Marx, 1867 cap4 pg2)

No caso de uma economia monetária, existe uma hierarquia de poder entre os agentes econômicos que determina a dinâmica da economia. Este arranjo determina que as empresas (capitalistas) dominam as famílias (trabalhadores). Por consequência de tal subordinação, os níveis de emprego e poupança são definidos pelas decisões das empresas sobre produção e investimento e cabe aos trabalhadores se ajustarem a estas escolhas. Para que a produção ocorra é necessário dispor de recursos financeiros e a distribuição dos recursos produtivos é desigual entre os agentes: o capital (meios de produção) é limitado em comparação à disponibilidade de trabalho (força de trabalho).

Além do mais, tal subordinação decorre do fato da riqueza material e financeira ser armazenável, ao contrário da força de trabalho. (Carvalho, 1992). Ao considerar a questão do crédito, as empresas têm prioridade sobre as famílias ao seu acesso, devido à natureza dos ativos que possuem (ativos que podem ser recuperados pelos bancos em caso de inadimplência, ao contrário do capital humano e bens de consumo duráveis, que são altamente ilíquidos).

Uma vez detentoras da reserva de valor, ou seja, de moeda, as empresas se tornam as principais validadoras e conseqüentemente receptoras desta que é a principal forma de manifestação monetária da esfera de circulação financeira: crédito, haja vista que a moeda é meio de liquidação de débitos.

Olhando para a economia a partir de uma sala de reuniões de Wall Street, vemos um mundo de papel - um mundo de compromissos para pagar dinheiro hoje e no futuro. Esses fluxos de caixa são uma herança de contratos passados nos quais dinheiro hoje foi trocado por dinheiro no futuro. (Minsky, 1977)

Neste contexto da economia monetária de produção, na esfera das decisões, os agentes econômicos são produtores antes de consumidores. É da validação do trabalho e da transformação dos bens que se abre a possibilidade do irrevogável consumo. O destino da produção, resultante do trabalho e do capital empregado pelos agentes, é a demanda pelos seus produtos. Logo, parte-se da observação da demanda para a tomada de decisões na oferta. A demanda advém das escolhas de terceiros, ou seja, fora do controle dos agentes envolvidos na produção. O desafio da

transmissão da informação sobre a demanda se dá através do preço de mercado. Preço que se expressa em dado instantâneo no tempo, porém o processo produtivo implica na utilização de tempo entre a aplicação dos fatores de produção e sua efetivação como mercadoria. Logo o detentor da escolha da produção precisa antecipar os preços que sua mercadoria irá se defrontar no futuro. Tal coordenação de esforços esbarra neste desafio insuperável: Como seria possível para o agente prever o que está por vir? Embora se esforce, sua concepção sempre será a melhor antecipação ao presente do possível futuro que se vislumbra. Nenhum agente é capaz de prever com exatidão qual será a demanda futura de dado produto. Essa impossibilidade é a base do conceito fundamental da incerteza.

Nas teorias pós-keynesianas incerteza é utilizada para as situações em que é impossível converter em probabilidade os cenários de  $t+1$  em dado e conhecido  $t_0$ . Não é apenas uma questão matemática ou estatística, não se trata de variáveis com características como média ou distribuição desconhecida, trata-se de uma questão filosófica, em que sequer é possível mapear as variáveis que podem influenciar o resultado. Além disso, como as decisões dos agentes são tomadas de forma simultânea e não podem ser anuladas sem custos, a tomada de decisão gera mudanças nos retornos apenas parcialmente calculáveis. Os agentes podem supor sobre as decisões dos seus pares, mas não conseguem estabelecer a probabilidade correta de cada escolha uma vez que cada uma dessas decisões simultâneas atua sobre as probabilidades. A impossibilidade de traçar a distribuição das probabilidades de cenários e de mapeá-los não deriva de condições sobre a racionalidade dos agentes, mas sim da natureza imprevisível do mundo que nos cerca.

Parece que a incerteza mensurável, ou 'risco' propriamente, como devemos usar o termo, é, assim, diferente da não mensurável, a primeira não sendo efetivamente incerteza. Devemos, desta maneira, restringir o termo 'incerteza' para os casos do tipo não quantificáveis. (Knight, 1921, p.11).

Percebe-se que a concepção do conceito de incerteza está intimamente ligada a uma visão específica de outro conceito: o tempo. O "tempo" é uma construção abstrata, alvo de reflexões filosóficas das mais belas e elaboradas até as mais

práticas, passando por mitologias clássicas a formalizações matemáticas. Logo temos que explicitar qual é o “tempo” empregado para fundamentar “incerteza”.

Existem basicamente quatro conceitos de tempo que podem nos levar a lugares diferentes na construção da ciência econômica e do papel da moeda: O tempo lógico, tempo mecânico, tempo histórico e o tempo expectacional. (Amado, 2000). Keynes utiliza em sua teoria três desses conceitos. O tempo lógico será empregado para determinar causalidade. O tempo expectacional é utilizado ao lidar com expectativas e a natureza subjetiva do processo de tomada de decisões em uma economia monetária caracterizada pela incerteza. No entanto, o conceito fundamental de tempo para compreender e abordar a incerteza e, conseqüentemente, para sua análise da moeda e das economias monetárias é o tempo histórico.

O tempo histórico parte da sua característica de irreversibilidade. O tempo flui do passado para o futuro de forma inflexível. Desta maneira os agentes devem se posicionar no presente para colher os frutos de suas decisões no futuro, próximo ou distante, de maneira irreversível. Tal característica combinada com a já conceituada incerteza pode levar a desapontamento por parte dos agentes. O desapontamento acontece quando o futuro se apresenta de maneira divergente das expectativas do momento anterior: o da tomada de decisão. Sendo assim, o processo decisório desenvolve-se sobre bases bastante frágeis, uma vez que ele se baseia apenas em expectativas, as quais estão sujeitas a frustrações (Shackle, 1958). Como o tempo histórico é imutável, as decisões prévias são rígidas e os agentes reconhecem que suas expectativas são a única referência para realizá-las. Nesse mundo não existe a possibilidade de pré-conciliação de desejos (Amadeo, Dutt, 1987, p.574).

Neste paradigma incerto da economia monetária de produção, as firmas decidem sobre o nível de produção e de investimento. Os fatores de produção e seus consequentes produtos são adquiridos e vendidos em moeda. Logo a moeda permeia todos os estágios do processo econômico e por isso a decisão de produção e investimento têm como fim acumular moeda como dito anteriormente. Para Keynes, em particular nos trabalhos a partir da Teoria geral (1936), e para os pós-keynesianos, a moeda é garantia contra incerteza que permeia a economia por ser o ativo mais líquido, e nesse sentido influencia decisões importantes dos agentes econômicos. As principais decisões, em particular o investimento, implicam uma articulação complexa

entre passado, presente e futuro, via decisões baseadas em expectativas incertas e resultados de decisões presentes que afetam irreversivelmente o futuro. É a moeda que articula no tempo tais decisões e resultados, num contexto de tempo histórico, diferentemente do tempo lógico dos ortodoxos. (Mollo, 2004)

A firma está sempre lidando em termos monetários. Ela não tem outro objetivo no mundo além de acabar com mais dinheiro do que começou. Essa é a característica essencial de uma economia empresarial (Keynes, 1979, p.89).

A posse da moeda numa economia monetária de produção também passa a refletir o poder de uma escolha potencial que se esvai assim que é convertida em mercadoria ou investimento. Como apontado pelo jargão corporativo americano, em uma economia moderna, “*cash is king*”. A liquidez<sup>8</sup> incontestemente do dinheiro lhe concede valor adicional, o torna desejado “per se” e fundamenta a busca pelo entesouramento pelos agentes. A moeda passa a refletir uma demanda que vai além da busca dos seus papéis clássicos como meio de troca entre mercadorias, reserva de valor ou unidade de conta. Ela se torna um seguro contra a incerteza que embasa o desejo pela sua retenção. Tal desejo pode se intensificar ou arrefecer no tempo histórico e depende das expectativas dos agentes sobre o seu próprio futuro incerto o que gera volatilidade sobre a demanda e consequente oferta de moeda.

Ao aumentar a demanda por moeda nos termos colocados acima, os agentes através do entesouramento passam a “vazar” o fluxo circular da renda tal como colocado pelos heterodoxos. A retenção da moeda a deixa de fora do processo produtivo como apontado anteriormente. Se antes de um processo de aumento do entesouramento o montante total de moeda era capaz de girar pela economia uma certa quantidade vezes ao ano, após este processo a quantidade se reduz pela moeda

---

<sup>8</sup>Liquidez, em contabilidade, corresponde à velocidade e facilidade com a qual um ativo pode ser convertido em caixa. Por exemplo: ouro é um ativo relativamente líquido, pois pode ser rapidamente vendido; uma instalação fabril não o é. Na realidade, a liquidez possui duas dimensões: facilidade de conversão versus perda de valor. Qualquer ativo pode ser convertido em caixa rapidamente, desde que se reduza suficientemente o preço.

Um ativo de alta liquidez, portanto, é aquele que pode ser vendido rapidamente sem perda significativa de valor. Um ativo ilíquido (ou sem liquidez) é aquele que não pode ser convertido em caixa rapidamente, sem que haja redução substancial do preço. A moeda é o ativo mais líquido existente, característica que defende seu valor.

parar nas mãos de seus proprietários como seguro perante a incerteza. Ou seja, o aumento do entesouramento reduz a velocidade da moeda reduzindo assim sua oferta. De forma análoga, a redução das incertezas diminui o entesouramento, o que traz de volta ao sistema parte deste estoque retido moeda, aumentando assim a velocidade de circulação do dinheiro e a oferta monetária.

A abundância ou restrição da oferta monetária causado pelas oscilações no desejo de retê-la por parte dos agentes, movimenta a taxa de juros nominal, que é preço do dinheiro no tempo. Dada a expectativa do público e a política dos bancos, a taxa de juros é aquela na qual a demanda e o fornecimento de recursos líquidos estão equilibrados (Keynes, 1937). A taxa de juros nominal é variável importante no processo de decisão dos agentes. Como a volatilidade da oferta monetária a torna incerta no futuro, é impossível para os tomadores de decisão realizarem inferências assertivas sobre juros reais com a qual sua escolha se defrontará no momento da reversão de sua produção ou investimento. Mais uma vez é explícito o papel da incerteza, que neste caso esclarece como variáveis nominais afetam decisões, e por consequência, afetam variáveis reais.

As evidências apresentadas sugerem que as taxas de juros nominais, em oposição às taxas de juros reais, são um determinante importante de cada categoria de gastos do consumidor. Isso indica que qualquer resposta agregada de gastos em relação às taxas de juros reais esperadas, após impostos, é suplantada pelas restrições impostas pelos critérios de empréstimo que são baseados em taxas de juros nominais. (Wilcox, 1990).

Como colocado anteriormente, a liquidez de um ativo pode ser interpretada como a taxa de desconto exigida para transformar um ativo em moeda. Caso os agentes demandem menos liquidez, a taxa de descontos dos ativos ilíquidos se torna menor, ou seja, os juros nominais se reduzem. Quedas nas taxas de juros nominais criadas pelo aumento do otimismo dos agentes e redução da demanda por liquidez tendem a aumentar oferta de moeda o que diminui os custos exigidos para a imobilização de capital em investimentos. Tais investimentos podem ser em parte em capacidade produtiva, ampliando-a juntamente com produção real. No caminho inverso, o aumento nas taxas de juros nominais criadas pela queda do otimismo dos

agentes e ampliação do desejo pelo entesouramento tendem reduzir a oferta de moeda e conseqüentemente aumenta as taxas de descontos dos ativos menos líquidos, logo, ampliando os custos da imobilização de capital em investimentos, o que tende a diminuir o crescimento da capacidade produtiva, podendo os investimentos até ficar abaixo da necessidade para reposição da capacidade vigente, afetando negativamente a produção real.

“Em momentos de incerteza e de baixo grau de confiança nas expectativas, a decisão de investir é comprometida porque as pessoas preferem a liquidez da moeda, retendo-a, o que inibe o investimento e, via efeito multiplicador, restringe ainda mais o crescimento da renda e do emprego. Essa é a fonte da não neutralidade da moeda para Keynes e os pós-Keynesianos.”  
(Mollo, 2004)

A partir da equação quantitativa da moeda:  $MV=PY$  (Fisher, 1911), na qual  $M$  é quantidade de moeda,  $V$  a velocidade da circulação da moeda,  $P$  como preços e  $Y$  como renda, a teoria ortodoxa, fundamentada pela teoria quantitativa da moeda (TQM), pressupõem estabilidade de  $V$ , e considera que alterações em  $M$  terá efeitos duradouros apenas em  $P$ . Ao considerar o mecanismo de decisão com expectativas e incerteza agindo sobre os juros nominais tal como descrito acima, verifica-se que as alterações do produto de  $M.V$  levam a alterações também em  $Y$  e não apenas em  $P$ .

Além disso, como a demanda por moeda deriva das expectativas dos agentes econômicos sobre a colocação de seus produtos no mercado, ela não se apresenta de maneira uniforme por todo sistema econômico. As expectativas são individuais e muito provavelmente diferentes setores irão auferir diferentes históricos de frustrações para suas decisões passadas e diferentes anseios por entesouramento. Ao se deparar com uma demanda enfraquecida de seus produtos devido ao desejo de retenção de liquidez dos seus clientes o produtor enfrenta a queda absoluta nos preços da sua produção e queda relativa dos preços frente ao valor de outros produtos que não se defrontaram com a mesma demanda proporcionalmente reprimida pelo desejo de entesouramento dos agentes. Se a quantidade de moeda afeta os preços relativos sua neutralidade já foi contestada.

O entesouramento pode explicar os efeitos da moeda sobre a economia real porque significa impossibilidade de venda de algumas mercadorias, restringindo a produção de quem não vendeu. (Mollo, 2004)

Esta não neutralidade é afirmada ainda na análise pós-keynesiana mencionada anteriormente pela concepção de tempo histórico, uma vez que, nesta visão, as mudanças observadas na produção e, sobretudo, na capacidade produtiva, como decorrência da concretização das decisões de investir, alteram irreversivelmente a estrutura produtiva a longo prazo, impedindo que se possa conceber a não neutralidade a curto prazo e a neutralidade a longo prazo, já que este último nada mais é do que uma sucessão de curtos prazos. As mudanças estruturais provenientes do investimento impedem que os processos de ajustamento via mudanças de preços relativos sejam tais que mudanças produtivas em alguns setores sejam neutralizadas e os preços cresçam de forma a garantir o aumento do nível geral de preços a longo prazo, como quer a ortodoxia. (Mollo, 2004)

Posta a não neutralidade da moeda em uma economia monetária, está fundamentada a relevância do proceder dessa dissertação de encontrar dentre as variáveis mensuráveis da economia brasileira aquelas que se correlacionam com a identificação da busca de liquidez dos agentes, uma vez que ela influenciará a economia real através do nível de produto, emprego e proporção da renda dos salários, ou seja, nossas vidas.

## **2.2 Moedas e bancos: Endogeneidade da moeda**

"A noção de endogeneidade monetária é confundida pela variedade de significados do termo. Em um quadro teórico formal, a definição de 'endogeneidade' parece, à primeira vista, direta. Aquelas variáveis que devem ser explicadas pela teoria são endógenas; aquelas que não são, são exógenas." (Moore, 1988).

Inicialmente deve-se conceituar o que significa endogeneidade da moeda. Trata-se da endogeneidade da moeda como uma característica da oferta de moeda de se definir pela interação dos agentes presentes na economia, ou seja: a oferta de

moeda é uma variável resposta, não podendo assim ser administrada de forma arbitrária por um agente em particular.

Embora a moeda seja de tutela do Estado será demonstrado neste capítulo que a quantidade ofertada em uma economia monetária escapa do controle das autoridades monetárias e não pode ser determinada por elas. Partiremos da literatura keynesiana para demonstrar os fundamentos desta concepção, reconhecendo que ela aborda o tema da endogeneidade da moeda via, pelo menos, duas maneiras diferentes. Uma abordagem deriva das decisões de acumulação de agentes econômicos, que influenciam a velocidade de circulação do dinheiro ( $V$ ). Em uma segunda abordagem a endogeneidade deriva da percepção de que o sistema de crédito responde à atividade empresarial (cíclica). Nesse caso, o dinheiro é endógeno porque a demanda pode alterar a moeda em circulação ( $M$ ). (Mollo, 1999). Aqui serão levantadas ambas as arguições para concluir que  $M.V$ , ou seja, a oferta de moeda é endógena.

Como visto no capítulo anterior, Keynes salienta que existe a possibilidade e muitas vezes a busca ativa, por entesouramento. Tal propensão para entesourar, advém do processo de tomada de decisão dos agentes que: ao se defrontar com a inflexibilidade do tempo histórico e conseqüente incerteza se veem mais, ou menos, inseguros com relação aos retornos que podem esperar de seus investimentos. Ao buscar a proteção advinda do poder da escolha conferido pela liquidez do dinheiro modula-se nos agentes o nível da preferência pela liquidez.

“O conceito de entesouramento pode ser considerado uma primeira aproximação ao conceito de preferência por liquidez. De fato, se substituíssemos 'propensão para entesourar' por 'entesouramento', seria praticamente a mesma coisa. Mas se entendemos por 'entesouramento' um aumento real na posse de dinheiro, é uma ideia incompleta — e seriamente enganosa se nos faz pensar em 'entesouramento' e 'não entesouramento' como alternativas simples. Pois a decisão de entesourar não é tomada absolutamente ou sem consideração das vantagens oferecidas para renunciar à liquidez; — resulta de um equilíbrio de vantagens, e, portanto, precisamos saber o que está na outra balança. Além disso, é impossível que a quantidade real de entesouramento mude como resultado de decisões por parte do público, desde que entendamos por 'entesouramento' a posse real de dinheiro. Pois a quantidade de entesouramento deve ser igual à quantidade de dinheiro (ou — em algumas definições —

à quantidade de dinheiro menos o necessário para satisfazer o motivo de transações); e a quantidade de dinheiro não é determinada pelo público. Tudo o que a propensão do público para entesourar pode alcançar é determinar a taxa de juros na qual o desejo agregado de estocar se iguala ao dinheiro disponível. O hábito de negligenciar a relação entre a taxa de juros e a entesouramento pode ser parte da explicação de porque o juro tem sido geralmente considerado como a recompensa por não gastar, quando na verdade é a recompensa por não entesourar.” (Keynes, 1936) Livro 13 cap 5.

A preferência pela liquidez, onde se sustenta a busca pelo entesouramento, de acordo com Keynes no capítulo 15 da Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda, se fundamenta em quatro motivos.

(i) O Motivo de Renda: Uma razão para manter dinheiro é para cobrir o intervalo entre o recebimento da renda e seu gasto. A força desse motivo em induzir uma decisão de manter uma determinada quantidade de dinheiro dependerá principalmente do valor da renda e do comprimento esperado do intervalo entre seu recebimento e seu gasto.

(ii) O Motivo de Negócios: Da mesma forma, o dinheiro é mantido para cobrir o intervalo entre o momento de incorrer em custos comerciais e o momento do recebimento dos recursos da venda; o dinheiro mantido pelos comerciantes para cobrir o intervalo entre a compra e a realização está incluído nesta categoria. A força dessa demanda dependerá principalmente do valor da produção atual (e, portanto, da renda atual) e do número de mãos pelas quais a produção passa.

(iii) O Motivo de Precaução: Providenciar para contingências que exigem gastos repentinos e para oportunidades imprevistas de compras vantajosas, e manter um ativo cujo valor é fixo em termos de dinheiro para atender a uma responsabilidade subsequente fixa em termos de dinheiro.

(iv) Resta o Motivo Especulativo: Isso precisa de uma análise mais detalhada do que os outros, tanto porque é menos compreendido quanto por que é particularmente importante na transmissão dos efeitos de uma mudança na quantidade de dinheiro.

A força de todos esses motivos dependerá em parte da facilidade e confiabilidade dos métodos para obter dinheiro, quando necessário, por meio de

algum tipo de empréstimo temporário, em particular por meio de cheque especial ou equivalente, como os empréstimos de capital de giro: principal tema dessa dissertação. Afinal de contas, não há necessidade de manter dinheiro ocioso para cobrir intervalos se ele puder ser obtido sem dificuldade quando realmente for necessário. Sua força também dependerá do que podemos chamar de custo relativo de manter dinheiro. Se o dinheiro só puder ser retido ao abster-se da compra de um ativo lucrativo, isso aumenta o custo de oportunidade e, assim, enfraquece o motivo para manter uma determinada quantidade de dinheiro. Se juros sobre depósitos a vista forem ganhos ou se taxas bancárias forem evitadas ao manter dinheiro, isso diminui o custo e fortalece o motivo. (Keynes, 1936)

Admitindo-se a preferência pela liquidez advinda da possibilidade do entesouramento pelos motivos acima listados, mesmo que se considere uma base monetária constante,  $M$ , a oferta de moeda ( $M.V$ ) irá variar de acordo com o desejo dos agentes de entesourar. Se a variação da oferta monetária depende da escolha dos agentes seria de um esforço homérico para as autoridades monetárias controlarem-na de maneira exógena, o que o torna impraticável<sup>9</sup>. Este é o racional por traz da primeira via de abordagem da endogeneidade da moeda pelos pós-Keynesianos levantado anteriormente.

A incerteza e o desejo pela liquidez incidem sobre todos os agentes econômicos, porém a teoria pós-keynesiana atribui papel especial ao investimento, e para viabilizá-lo, ao sistema financeiro, e dentro dele, aos bancos, que através do crédito são grandes responsáveis pela volatilidade da oferta de moeda. O que justifica, inclusive, o estudo pormenorizado do comportamento bancário em geral, e da concessão de capital de giro em particular, que é proposto aqui.

“O investimento, portanto, pode ser financiado por recursos que não provenham da poupança agregada. Nessa “ponte” entre a

---

<sup>9</sup>Já houve tentativas de controle da quantidade de moeda. Das mais indiretas como a publicação de metas de expansão da base monetária pelo FED na virada dos anos 70 do século passado, quanto das mais intrusivas como o congelamento das poupanças no Brasil dos anos 90. Até hoje nenhuma dessas tentativas logrou sucesso. No novo mundo das moedas digitais, pode ser que governos e bancos centrais realizem novas empreitadas nessa direção (ideias também tem ciclos). Espero que não. A moeda precisa ter seu papel acolhido e legitimado pelo povo, caso este se sinta restringido de acessar completamente os usos que se espera dela, em pouco tempo forjará a ascensão de novos bens para executar estes papéis.

decisão de investir e o investimento de fato, os bancos exercem papel crucial, pois podem oferecer um crédito rotativo que atenda a demanda por liquidez no momento da decisão de investir.” (Freddo, 2016)

Chick (1983; 1992) observa que uma economia com desenvolvimento monetário incipiente onde a moeda-mercadoria é o meio de pagamento por excelência, se comportará tal qual é proposta pelos clássicos. Neste caso o crédito é mera transferência de saldo dos agentes superavitários aos deficitários e, portanto, o financiamento de investimento é diretamente identificado com poupanças individuais. Porém a partir de certo desenvolvimento bancário, depósitos passam a ser considerados meios de pagamento, o que confere aos bancos o poder de alavancagem gerando o multiplicador bancário. Na economia atual, na qual existe a presença de um sistema bancário desenvolvido, o crédito passa a ser simplesmente uma operação contábil de criação simultânea de empréstimo e depósitos (STUDART, 1993).

‘A função meio de pagamento é crucial. Significa que os depósitos agora representam não apenas economia, mas também saldos de transações que financiam o circuito de consumo, movendo-se de um banco para outro, mas não saindo do sistema como um todo em uma extensão significativa. É isso que garante que os depósitos provenientes de empréstimos não sejam mútuos perdidos para o sistema bancário. Bancos individuais com reservas excedentes estão agora encorajados a emprestar "dinheiro que eles não têm", desencadeando a expansão múltipla para o sistema como um todo, o que agora consideramos como garantido.’ (Chick, 1992)

O dinheiro criado pelo sistema bancário através dos seus lançamentos contábeis apontado por Studart é considerado garantido como levantado pela Chick pois a própria criação e existência do Banco Central está condicionada a construir este sentimento. No estágio avançado do desenvolvimento bancário atual o Banco Central assume plenamente a responsabilidade pela estabilidade do sistema financeiro (Chick, 1992). Ao carregar o papel fundamental de prestador de última instância acaba por legitimar a criação e destruição de moeda advinda dos balanços dos demais bancos.

“Mudanças nos salários e no emprego determinam em grande parte a demanda por empréstimos bancários, que por sua vez determinam a taxa de crescimento da base monetária. Os bancos centrais não têm alternativa a não ser aceitar esse curso de eventos, sendo sua única opção variar a taxa de juros de curto prazo com a qual fornecem liquidez ao sistema bancário sob demanda. Os bancos comerciais agora estão em posição de fornecer qualquer volume de crédito à economia que seus mutuários demandem.<sup>10</sup> Este paradigma alternativo implica que, nas economias capitalistas modernas, o volume total de depósitos bancários é efetivamente determinado pela demanda por crédito bancário, de modo que a base monetária é impulsionada pelo crédito. Como o financiamento do investimento é intermediado principalmente pelo sistema bancário, um aumento na renda devido a um aumento na eficiência marginal do capital normalmente estará associado não apenas a um aumento na velocidade, mas também a um aumento endógeno na oferta de dinheiro.” (Moore, 1988)

Desta maneira chegamos a segunda via de explicação para a endogeneidade da moeda levantada no começo deste capítulo: O sistema bancário passa a agir na oferta monetária diretamente em  $M$  através da criação de depósitos consequentes dos seus empréstimos.

Ao retornar para a fórmula  $MV = PY$  poderia se inferir que: se  $M$  e  $V$  são endógenas como apontam as duas vias de explicação da endogeneidade da moeda pelos pós-Keynesianos, tais variáveis poderiam interagir de tal forma que o produto de ambas seria neutralizado. Kaldor, 1970, verifica a partir de uma série de estudos de Friedman, 1963 e 1964 sobre o comportamento de  $M$  e  $V$  que, embora exista correlação entre volatilidade de  $M$  e  $V$ , tais variáveis agem de forma conjunta, na mesma direção, para validar as pressões de demanda como no exemplo histórico citado:

“No Canadá, não houve nenhum fracasso de bancos (durante a crise de 29); a contração na oferta monetária foi muito menor do

---

<sup>10</sup>Basil J. Moore, em seu livro *Horizontalists and Verticalists – The macroeconomics of credit Money*, pondera que via alterações nos padrões de exigência de colateral e condições para concessão de empréstimos os bancos exercem certo controle sobre a saída de empréstimos (p76). Também reconhece que estes padrões tendem a ficar mais rígidos conforme as taxas de juros são maiores. Logo, pode-se entender que exista certa ação dos bancos sobre o que se considera demanda válida de crédito por parte dos seus mutuários.

que nos EUA - apenas dois quintos da dos EUA, ou 13 contra 33 por cento. No entanto, a contração proporcional no produto nacional bruto monetário foi quase a mesma. A diferença na mudança proporcional na oferta de dinheiro foi amplamente compensada pelas diferenças na queda na velocidade de circulação: nos EUA, caiu 29 por cento, no Canadá caiu 41 por cento. Isso sugere claramente que a estabilidade relativa na demanda por dinheiro é um reflexo da instabilidade em sua oferta; se a oferta de dinheiro tivesse sido mantida mais estável, a velocidade de circulação teria sido mais instável.” (Kaldor, 1970).

Ou seja, as variações de  $M$  e  $V$  não necessariamente se anulam, mas sim tendem a se complementar para acomodar as variações do lado da demanda por moeda:

“Se postularmos que é a flutuação na economia que causa as flutuações na oferta de moeda (e não o contrário), mas que a elasticidade na oferta de dinheiro (em resposta às mudanças na demanda) é menor que infinita, então quanto maior a mudança na demanda, mais tanto a oferta de dinheiro quanto a “velocidade” aumentará consequentemente.” (Kaldor, 1970)

Entende-se então que embora as variações de  $M$  e  $V$  tenham suas volatilidades correlacionadas, hipótese reforçada pelos testes de Hall, 1987<sup>11</sup>, a oferta monetária responde através desses componentes na mesma direção para acomodar as variações na demanda monetária que apresenta maior estabilidade. Ou seja, ao invés de  $M$  e  $V$  interagirem no sentido de se estabilizarem, interagem na direção de validar as pressões de  $P$  e  $Y$ .

Repare que se propõe uma relação inversa de causalidade frente a teoria clássica. Uma vez comprovada a endogeneidade da oferta da moeda coloca-se sobre a demanda da moeda a responsabilidade pela sua expansão e retração. Para entender como se dá essa relação de causalidade é necessário apresentar um

---

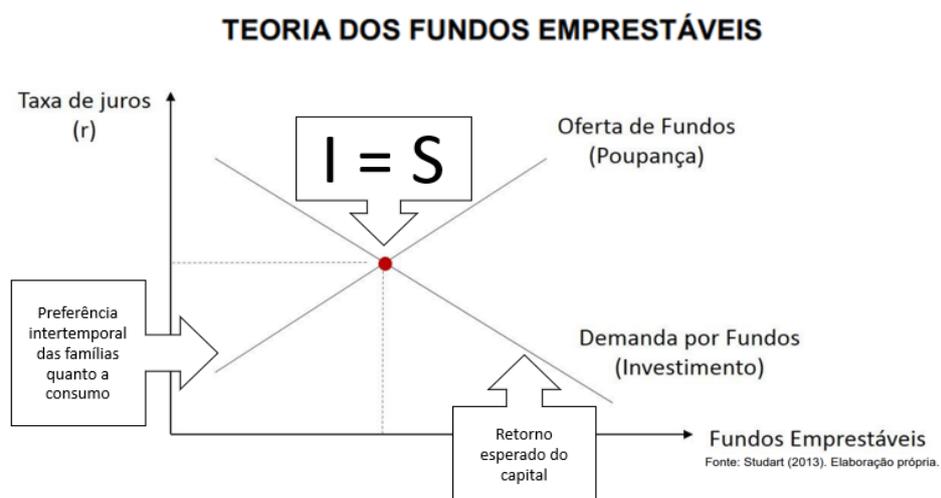
<sup>11</sup>O teste de Hall, ou Teste de Hall-Tuinstra, é um teste estatístico utilizado em econometria para verificar a presença de heterocedasticidade condicional em um modelo de regressão. Heterocedasticidade condicional refere-se à variância dos erros de um modelo de regressão que depende de variáveis independentes no modelo. O teste de Hall é uma extensão do teste de White e é frequentemente usado para detectar a presença desse tipo de heterocedasticidade. O teste avalia se os quadrados dos resíduos em um modelo de regressão estão correlacionados com uma ou mais variáveis independentes no modelo.

conceito importante da teoria pós-keynesiana: o circuito financiamento, investimento, poupança, funding.

Com a proposição deste circuito Keynes refuta a teoria ortodoxa dos fundos emprestáveis, na qual a igualdade poupança-investimento é dada como o encontro da preferência intertemporal das famílias quanto a consumo com o retorno marginal decrescente dos investimentos. Para Keynes o investimento parte de dois momentos diferentes de apoio: o momento *finance* e o momento *funding*.

Antes de prosseguir deve-se trazer uma breve explicação do que se trata a teoria ortodoxa dos fundos emprestáveis. De acordo com ela, o mercado de capitais de maneira geral é definido através de duas curvas: a função de poupança inversamente relacionada com a taxa de juros, ( $r$ ) que reflete as preferências intertemporais das unidades familiares; e a curva de investimento, como uma função direta do retomo sobre o capital ( $rk$ ). O equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis é alcançado quando a taxa de juros de mercado ( $r$ ) se iguala à “taxa natural de juros” ( $m$ ), que equilibra a poupança e investimento desejados (logo  $r=r_n=r_k$ ). O investimento e o crescimento seriam determinados, em última instância, pelo estado da tecnologia e pelas preferências dos consumidores. (Studart, 1993)

**Figura 1.** Ilustração sobre o equilíbrio entre preferência intertemporal das famílias quanto a consumo e retorno esperado do capital.



Fonte: Studart, 1993

A introdução da moeda no esquema neoclássico via teoria dos fundos emprestáveis traz equivalência à visão clássica do papel do mercado financeiro, colocando-o como mero intermediador de poupanças entre os investimentos disponíveis. Para os clássicos, como Ricardo, não haveria relevância teórica na distinção entre os atos de poupar e investir, logo, o financiamento do investimento era diretamente identificado com poupanças individuais. Mais uma vez, como observa Chick (1983; 1992), essa visão é bastante compatível com um estágio de desenvolvimento do sistema monetário onde a moeda-mercadoria é o principal meio de pagamento. Nesse estágio, o crédito representa transferências de saldos de moeda-mercadoria de agentes superavitários para agentes deficitários, seja de maneira direta ou indireta através do mercado financeiro. Logo, os desvios observados no mundo real: crédito acima (ou abaixo) da “poupança voluntária” são tratados como fenômeno de desequilíbrio e/ou ligado a imperfeições na intermediação financeira, tais como estruturas não competitivas ou distribuição ineficiente de informações.

Vale sublinhar que algumas teorias monetárias do pós-guerra com fundamentos Keynesianos (como a linha neo-keynesiana) trazem alguma tentativa de convergência teórica no sentido da teoria dos fundos emprestáveis e a Teoria Geral de Keynes. Essa convergência se dá através da síntese neoclássica hicksiana e da análise de escolha de portfólio tobiniana. A última reinterpreta a teoria da preferência pela liquidez de Keynes dentro de uma abordagem de equilíbrio geral, substituindo o conceito de incerteza (no que tange às decisões de alocação de riqueza financeira e sua relação com a taxa de juros) pelo conceito de risco. (P. Pettenati, 1977 e Chick, 1983.)<sup>12</sup>

Determinadas as propensões a risco dos agentes; a alocação das poupanças individuais pode ser prevista e o portfólio agregado dos ativos financeiros estabelecido (Tobin, 1958). Variações dentro desse portfólio ótimo só podem ser obtidas, *ceteris paribus*, através de mudanças nas taxas de juros. Em suma: na visão que se formou a partir da síntese neoclássica e da análise tobiniana, continua a se representar o

---

<sup>12</sup>Risco aqui é definido pela variância do retorno do ativo, onde implicitamente se supõe que a distribuição probabilística dos retornos (retorno médio e variância) seja aprioristicamente conhecida por todos os agentes. Para uma discussão sobre a diferença entre os conceitos de risco e incerteza numa revisão crítica da teoria da escolha de portfólio da taxa de juros de Tobin, v. Chick (1983).

sistema financeiro como mero provedor de meios de pagamentos e intermediário de poupanças. (Studart, 1993)

Como foi revelado posteriormente pela publicação das cartas trocadas entre Keynes e Ohlin em 1970, a interpretação dos fundos emprestáveis não está de acordo com a visão de Keynes sobre a relação poupança-investimento, sobre o papel do sistema financeiro e o mercado de capitais. Quando Ohlin defende que a poupança do público geral, formadora da curva de oferta de fundos da teoria dos fundos emprestáveis, é a provedora das somas necessárias para investimento (curva de demanda por fundos) Keynes contesta:

“Pelo contrário, o financiamento necessário durante o interregno entre a intenção de investir e sua realização é principalmente fornecido por especialistas, em particular pelos bancos, que organizam e gerenciam um fundo rotativo de financiamento líquido. Pois o "financiamento" é essencialmente um fundo rotativo. Ele não utiliza poupanças. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Assim que é "usado" no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição para se tornar temporariamente não líquido está disponível para ser usada novamente. O financiamento que cobre o interregno é, para usar uma frase empregada pelos banqueiros em um contexto mais limitado, necessariamente "auto-liquidante" para a comunidade como um todo no final do período intermediário.” (Keynes, 1937)

A diferença de interpretação da Teoria Geral de Keynes por parte da síntese neoclássica, da análise tobiana, Ohlin e tantos outros, revelada no material escrito por Keynes e tardiamente publicado advém de uma diferença metodológica fundamental. Enquanto os clássicos partem de sistemas fechados para construção de suas análises, Keynes parte de um sistema aberto. Um sistema aberto é definido pelo Dicionário Oxford como 'um sistema incompleto ou alterável (de ideias, doutrinas, coisas, etc.), enquanto um sistema fechado é um sistema completo e fixo baseado em uma conjunção constante de eventos, que determina o conjunto de valores de equilíbrio; esses valores só se alterarão se os parâmetros ou as condições iniciais mudarem. (Chick, 2003).

Diferente dos ortodoxos que buscam o equilíbrio através da resolução de uma série de equações simultâneas, Keynes desenvolve uma teoria cujo resultado

depende da trajetória (*path-dependence*). Keynes utiliza-se de métodos *ceteris paribus* e equilíbrio para a busca de resultados replicáveis e inferir relações entre variáveis, mas não aponta que os processos irão convergir para dado equilíbrio.

“Eu acredito que Keynes se concentrou nas configurações de equilíbrio por um motivo simples: um sistema dependente da trajetória pode ir para qualquer lugar e podemos dizer pouco sobre isso, exceto por simulação - uma técnica da qual nem sempre é possível derivar conclusões gerais e que, de qualquer forma, não estaria disponível em 1936. A alternativa é enfatizar o(s) resultado(s) para o qual muito pode ser dito, ou seja, as relações entre variáveis quando o sistema está replicando o comportamento repetidamente - a configuração de equilíbrio.” (Chick, 2003)

Dadas as colocações sobre os fundos emprestáveis e as questões metodológicas de Keynes, pode-se prosseguir para o aprofundamento do que se entende como *finance* em sua teoria. O momento *finance* é aquele no qual os bancos criam dinheiro em seus balanços, influenciando a oferta monetária, através de criação de crédito de curto prazo que é direcionado em parte para imobilização de investimento inicialmente, mas tão logo são gastos se tornam líquidos novamente. Do ponto de vista operacional, o banco individualmente gera um lançamento contábil de dinheiro na conta corrente do tomador (depósito), investidor, que agora terá este valor como ativo (caixa) e uma contrapartida em passivo no seu balanço (dívida). Assim que tal montante é gasto pelo tomador para imobilização do seu investimento, os valores retornam ao sistema bancário via depósitos na conta corrente de quem recebeu tais pagamentos: os fornecedores do investidor em questão, e o sistema bancário agora conta como depósito aquele valor inicialmente concedido como empréstimo. Parece mágica, mas é o multiplicador bancário, que não tem a estabilidade proposta pela teoria convencional para a defesa da exogeneidade da oferta de moeda. A pretensa estabilidade dependeria da estabilidade da demanda por moeda e de elementos institucionais compatíveis apenas com os estágios iniciais da evolução do sistema bancário (Chick, 1992).

Considere a exigência de reservas financeiras por parte dos bancos (R) como exigência de segurança feita pelo Banco Central, tome (L) como empréstimos e (D)

como depósitos. Se no universo clássico tínhamos  $\rightarrow\Delta D\rightarrow\Delta R\rightarrow\Delta L$ , em uma economia monetária moderna Bancos individuais com reservas em excesso agora estão encorajados a emprestar "dinheiro que não possuem", desencadeando a expansão múltipla para o sistema como um todo, o que agora consideramos como certo. A cadeia causal (para o banco individual) referente a esta etapa é:  $\Delta R\rightarrow\Delta L\rightarrow\Delta D$ . O sistema bancário agora pode emprestar um múltiplo das reservas, sujeito a um requisito de reserva convencional ou imposto; os depósitos são uma consequência:  $\Delta D = (1/r) \Delta R$ . (Chick, 1983).

*Finance* é o estágio inicial do investimento. Como demonstrado, a decisão de investir precede a criação da renda e, portanto, a poupança agregada é determinada e não determinante do investimento (Keynes, 1936). A poupança não restringe a oferta monetária por parte dos bancos, sendo a principalmente a disposição destes agentes financeiros a se exporem a ativos ilíquidos que fundamenta esta oferta. Na linguagem de sistema fechado: o investimento tem prioridade causal porque é exógeno, enquanto a poupança é endógena, uma função da renda atual. Na realidade, o investimento tem prioridade causal porque a "sobrecarga financeira" causado pelo aumento do investimento pretendido é aliviado pela capacidade do sistema bancário de emprestar antecipadamente antes da poupança prévia. A poupança não pode aumentar até que a renda aumente, e isso é função do investimento. (Chick, 2003).

Superado o momento *finance* chega-se ao momento de consolidação financeira do investimento: O momento *funding*. O investimento é um compromisso de longo prazo para o empresário, um produto não disponível para o consumo da comunidade e um ativo ilíquido para a instituição financiadora quando financiado externamente. Em um mundo incerto e na ausência de consolidação financeira (sem *funding*), ou os bancos seriam obrigados a reduzir sua margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos), ou os investidores seriam obrigados a rolar seu passivo de longo prazo até a maturação e o retorno dos investimentos (*finances* sucessivos). Em ambos os casos – e dadas as características do passivo dos bancos-, a possibilidade de mudanças futuras das taxas de juros e/ou condições de crédito trariam um risco excessivo para ambos os agentes (Bancos e Investidores). (Stuart, 1993). Nas palavras de Keynes:

O empresário, quando decide investir, tem de satisfazer-se em dois pontos: primeiramente, que possa obter financiamento de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento; e em segundo lugar, que possa eventualmente consolidar, em condições satisfatórias, suas obrigações de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo. Ocasionalmente o empresário pode utilizar-se de recursos próprios ou fazer emissão de longo prazo diretamente; mas isso não modifica o volume de financiamento, que tem de ser encontrado pelo mercado como um todo, mas simplesmente o canal pelo qual chega ao empresário e a probabilidade de que parte do volume possa ser levantado pela liberação de dinheiro de seu próprio bolso ou do resto do público. Dessa forma, é conveniente ver o processo duplo [*financel/funding*] como o característico [no financiamento do investimento]" (Keynes, 1973, p.166; tradução livre para o português).

Na etapa *funding*, o investimento é suportado por aplicações de longo prazo, aí sim, advindos das poupanças das reversões anteriores. *Funding* é a passagem de bastão, por assim dizer, dos títulos de crédito de curto prazo dos bancos para títulos de longo prazo para a sociedade em geral através de fundos de investimento e mercados de capitais: via debentures, ações e outras configurações<sup>13</sup>. Dada as razões apontadas por Studart anteriormente, a possibilidade de *funding* é desejável por gerar maior estabilidade no sistema econômico. Através da diversidade de ativos provenientes de um mercado de capitais desenvolvido é possível acomodar horizontes contraditórios de retorno das unidades superavitárias e deficitárias. Na teoria da preferência pela liquidez, Keynes mostra que os mercados organizados são fonte de potencial volatilidade dos preços dos ativos e, portanto, da taxa de juros. A introdução do *funding* em sua análise revela o lado positivo do papel dos mercados organizados de títulos de dívida e propriedade. Esse lado positivo se reforça se considerarmos um desdobramento da hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1982; 1986), qual seja, quando especificamente aplicada ao financiamento do investimento. (Studart, 1993)

Para concluir, com o desenvolvimento deste circuito de suporte ao investimento em dois estágios Keynes refuta a necessidade de poupança prévia para investimento

---

<sup>13</sup>O mercado financeiro e o mercado de capitais têm se mostrado bastante imaginativos no que tange a criação de novas categorias de produtos e ativos. Não me arriscaria a listar todas as classes de ativos disponíveis para fins de composição de portfólio ou convergência de prazos entre credores e devedores.

e a teoria dos fundos emprestáveis. Do ponto de vista macroeconômico, o financiamento do investimento gera os recursos necessários para a consolidação financeira, pois na medida em que *pari passu* com o processo de criação de renda, também é um volume de poupança desejada exatamente equivalente ao investimento. (Studart, 1993). Ou seja, neste modelo, a expansão monetária do momento *finance* é a patrocinadora dos investimentos, estes então são responsáveis pela geração de poupança que irá desempenhar o papel de *funding* no segundo estágio do investimento. A chave para ignição deste processo está, como dito por Keynes na mão dos especialistas, em particular pelos bancos, que organizam e gerenciam um fundo rotativo de financiamento líquido. Os bancos não controlam a base monetária, mas são os detentores das chaves dos portões pelos quais os impulsos dos investidores a ampliar a produção alcança a necessária acomodação monetária. Ao se aprofundar sobre os motivadores da oferta de *finance* deve-se buscar os ensinamentos da teoria da fragilidade financeira de Minsky.

### 2.3 Fragilidade financeira

O que temos na hipótese da instabilidade financeira é uma teoria de como uma economia capitalista gera endogenamente uma estrutura financeira que é suscetível a crises financeiras e como o funcionamento normal dos mercados financeiros na economia de crescimento resultante desencadeará uma crise financeira. (Minsky, 1977)

A teoria da fragilidade financeira, elaborada por Minsky, parte da percepção de que existem dois horizontes temporais diferentes de análise, com dois conjuntos de preços relativos diversos. Um conjunto é o dos preços dos ativos de capital e o outro da produção corrente. Os preços dos ativos de capital refletem expectativas de longo prazo e os preços da produção corrente refletem expectativas de curto prazo. Na conciliação desses dois conjuntos de preços juntamente com as condições de financiamento é que se determina o investimento.

Uma economia capitalista, portanto, é caracterizada por dois conjuntos de preços relativos, um para a produção corrente e

outro para os ativos de capital. Os preços dos ativos de capital dependem das visões atuais dos lucros futuros (fluxos de quase-rent) e do valor subjetivo atual atribuído ao seguro contra a incerteza embutida em dinheiro ou dinheiro rápido: essas visões atuais dependem das expectativas mantidas sobre o desenvolvimento de longo prazo da economia. Os preços da produção corrente são baseados nas visões atuais das condições de demanda em curto prazo e no conhecimento atual das taxas salariais. Assim, o preço da produção corrente - e o emprego oferecido na produção de output - dependem de expectativas de curto prazo. (Minsky, 1978)

A variável chave que conecta e consolida esses dois horizontes é o lucro, mais diretamente os lucros que geram fluxos de pagamento que validam os preços dos ativos de capital. Esses compromissos de pagamento em dinheiro são determinados pelo tamanho e estrutura existentes, ou seja, presente na demanda agregada, eles determinam se as dívidas passadas e os preços pagos por ativos de capital serão validados, e afetam as expectativas de longo prazo dos empresários e banqueiros que entram nas decisões de investimento e financiamento. (Minsky, 1978).

Do ponto de vista operacional, tanto a concessão de empréstimo de curto prazo no momento *finance* quanto a pulverização de ativos no momento *funding*, geram títulos que Minsky denomina quase-rendas. Quase-rendas são contratos mantidos nos balanços dos agentes (estoque) que geram fluxos de pagamentos de juros ou dividendos. Estes fluxos de pagamento afetam o lucro dos agentes proprietários desses ativos de duas maneiras: Primeiro alteram sua demonstração de resultado via fluxo de caixa. Segundo alteram, junto com as expectativas de fluxos futuros o valor de mercado dos títulos contidos no balanço patrimonial. Sendo assim, o desempenho das empresas (devedores), responsáveis pelos pagamentos destes fluxos financeiros, é determinante do lucro dos agentes detentores dos títulos (credores). Quando seus pagamentos performam ou superam as expectativas vigentes da emissão de tais ativos de capital, os agentes detentores desses direitos vêm seus valores validados ou ampliados. Na situação oposta, quando os pagamentos não performam ou são menores do que a expectativas dos agentes no momento da emissão dos títulos, tais agentes possuidores desses direitos não vem seus valores validados e estes são reduzidos.

Uma vez sendo o lucro corrente das empresas é a variável que sustenta o fluxo de caixa e valor dos títulos dos credores, há de se lembrar que ele não é uma variável exógena:

“Fazendo a suposição simplificadora de que a renda salarial é recebida apenas da produção de bens de consumo e investimento, que apenas a renda salarial é gasta em bens de consumo, e que toda a renda salarial é assim gasta, então a margem sobre os custos trabalhistas na produção de bens de consumo será a folha de pagamento na produção de bens de investimento. (Esta abordagem é usada por Michal Kalecki em várias de suas obras.) Esta fórmula simples pode ser expandida para permitir a renda salarial proveniente do emprego estatal, renda recebida de pagamentos de transferência, gastos com consumo a partir de lucros e economias por recebedores de renda. O gasto total em bens de consumo gera uma margem realizada sobre os custos trabalhistas na produção de bens de consumo. Esta margem sobre os custos trabalhistas gera os lucros brutos das operações.” (Minsky, 1977)

Aqui percebe-se o caráter pró-cíclico do sistema financeiro como um todo. De acordo com a teoria da fragilidade financeira quando os preços dos ativos de capital são validados cria-se otimismo com relação a capacidade de geração de lucros e por consequência fluxo de pagamentos futuros. Esse otimismo incide sobre o sistema bancário que passa a assumir mais riscos e a ofertar crédito não apenas para as empresas que se provaram capazes de gerar caixa suficiente para cumprir com suas obrigações e de quitar seus empréstimos, ato denominado por Minsky como *Hedge finance*<sup>14</sup>, mas também para rolar as dívidas das empresas que geram resultado suficiente apenas para pagar os juros aos seus credores, atividade classificada por Minsky como *speculative finance*. As expectativas chegam a atingir um nível de positividade que a confiança no futuro promissor e melhoria nos resultados levam os bancos a concederem crédito inclusive para os agentes que ainda não se mostraram capazes de gerar caixa suficiente para cumprir suas obrigações, necessitando de novos empréstimos para cobrir suas obrigações de juros, atitude denominada por

---

<sup>14</sup>Minsky separa três posturas de disponibilidade de crédito de acordo com a forma que os devedores são capazes de honrar seus fluxos de pagamentos: *Hedge finance*, *Speculative finance* e *“Ponzi” finance*. As características destes três grupos são especificadas em seu artigo de 1978: *The Financial Instability Hypothesis: A Restatement*

Minsky como “Ponzi” finance. Esta expansão de crédito tem como contrapartida a expansão do investimento, o que afeta o nível de produção e emprego que por sua vez tende a ampliar o consumo e conseqüentemente o lucro.

Cria-se um ciclo virtuoso de expansão que pode atingir a alcunha de “boom” econômico: À medida que os investimentos em processo aumentam, um componente inelástico da curva de demanda por financiamento aumenta. Se a curva de oferta de financiamento for infinitamente elástica, então os custos de financiamento não aumentam à medida que os investimentos aumentam. Com mais investimentos, os lucros aumentam, e os preços dos ativos de capital, com taxas de juros constantes, também aumentam. Esse aumento é um incentivo para mais investimentos: a alta de preços e lucros que caracteriza um boom resultará. (Minsky, 1978)

A estratégia dos bancos, por trás deste processo, é definida de acordo com a sua preferência pela liquidez e as oportunidades de lucro existentes para um dado estado de expectativas, ou seja, os bancos se defrontam com o trade-off entre liquidez e rentabilidade: para um dado estado de expectativas, as preferências pela liquidez dos bancos determinarão o perfil desejado de ativos que comprem e seus preços, isto é, a taxa de retorno que cada tipo de ativo deve oferecer para compensar pelo seu grau de iliquidez. Os bancos perseguem ativamente políticas de balanço em vez de acomodarem passivamente a demanda por crédito, procurando comparar retornos esperados e prêmios de liquidez de todos os ativos disponíveis para aquisição. (Carvalho, 2007). Tal protagonismo mais uma vez valida os esforços dessa dissertação para a observação do comportamento bancário.

No cenário positivo, no qual as percepções dos agentes bancários sobre o futuro são otimistas, os preços dos ativos de capital são crescentes assim como a participação de empresas “Ponzi” no portfólio de crédito dos bancos. Por consequência da crescente finança especulativa e conseqüente participação de “Ponzi” *finance* no portfólio de crédito dos bancos no momento de otimismo, o sistema financeiro começa a apresentar fragilidade.

“As unidades que se envolvem em finanças especulativas são vulneráveis em “três frentes”. Primeiro, elas precisam atender ao

mercado ao refinar d'vidas. Um aumento nas taxas de juros pode fazer com que seus compromissos de pagamento em dinheiro em rela'ção aos recebimentos em dinheiro aumentem. Em segundo lugar, como seus ativos t'êm prazo mais longo do que seus passivos, um aumento tanto nas taxas de juros de longo prazo quanto de curto prazo levar' a uma queda maior no valor de mercado de seus ativos do que de seus passivos. O valor de mercado dos ativos pode se tornar menor do que o valor de suas d'vidas. A terceira frente de vulnerabilidade ' que as vis'ões sobre estruturas de responsabilidade aceit'veis s'o subjetivas, e uma falta de recebimentos em dinheiro em rela'ção aos compromissos de pagamento em dinheiro em qualquer lugar da economia pode levar a reavalia'ões r'pidas e amplas das estruturas financeiras desejadas e aceit'veis. Enquanto a experimenta'ção com a extens'ao das estruturas de d'vida pode continuar por anos e ' um processo de teste gradual dos limites do mercado, a reavalia'ção das estruturas de d'vida aceit'veis, quando algo d' errado, pode ser bastante repentina e r'pida." (Minsky, 1977)

Quando por fim aparecem sinais que levem os bancos a repensarem seu otimismo, sinais estes que nesta disserta'ção busca-se revelar quais s'o e como podem ser acompanhados, as expectativas dos agentes banc'rios come'am a se deteriorar. Nessa nova 'tica, tanto as perspectivas das empresas "Ponzi" quanto das empresas de car'ter especulativo conseguem realizar o fluxo de pagamento aos credores necess'rios para valida'ção dos cr'ditos concedidos come' a ser abalada. A mudan'ça da confian'ça dos bancos atua em sua pol'tica de riscos na forma de redu'ção de disponibilidade de cr'dito para "Ponzi" *finance* e *Speculative finance*.

Em condi'ões de incerteza, t'picas de uma economia monet'ria da produ'ção, a transmiss'ao das mudan'ças nas expectativas decorre do fato de que os agentes financeiros em geral, e os bancos, em particular, tais como qualquer firma capitalista, tomam as suas decis'ões de portf'lio orientadas pela expectativa de lucros, levando em conta sua prefer'ncia pela liquidez e suas avalia'ões da riqueza financeira (Paula e Oreiro, 2007.).

As institui'ões banc'rias, j' n'o t'ao otimistas, passam a expressar sua maior prefer'ncia pela liquidez dirigindo suas aplica'ões para ativos menos lucrativos, por' m mais l'quidos, o que faz declinar a oferta de cr'dito aos seus clientes, prejudicando a rolagem da d'vida por parte das empresas n'o-financeiras (Dow,

1996). Com a redução da oferta de empréstimos as empresas são forçadas a vender seus ativos para honrar seus compromissos em um processo de desalavancagem forçada. Essa tentativa leva a duas alternativas: em primeiro lugar algumas empresas não são capazes de vender seus ativos a tempo de cumprir suas obrigações, o que as coloca em processo de insolvência e; em segundo lugar os preços dos ativos são pressionados para baixo, com tal intensidade de acordo com sua liquidez: ativos menos líquidos e ou de maior tempo de maturação caem mais, ativos mais líquidos e ou de menor tempo de maturação, caem menos). Ambas as situações são derivadas do aumento da busca pela liquidez dos agentes e por consequência: aumento do entesouramento como apontado nos motivos para entesouramento anteriormente. Vê-se aqui mais uma vez que a variação na velocidade da moeda via demanda de moeda para entesouramento e variação na oferta monetária via política de crédito são pressionadas na mesma direção.

Neste cenário negativo toda a economia passa por um processo de desalavancagem e especialmente os bancos assumem uma postura conservadora na tentativa de manter e ou ampliar seus índices de liquidez. Os empréstimos pagos são quitados contabilmente, os não pagos são baixados como perdas. Desta forma dinheiro é literalmente destruído e a oferta monetária reduzida. A redução na oferta monetária, tanto via redução de  $M$  quanto pelo aumento da incerteza e redução de  $V$ , alimenta o círculo vicioso ampliando seu impacto, o que pode levar empresas sólidas e empréstimos inicialmente classificados *hedge finance* a posições especulativas ou “Ponzi”. Neste momento já se vive uma crise econômica, os fluxos de caixa gerados pelos lucros são cada vez menores ou inexistentes sendo assim insuficientes para validar os preços dos ativos dado os efeitos depressivos na economia real, aprofundando o ciclo recessivo e arrastando até mesmo empresas que inicialmente se quer precisavam de crédito para a insolvência.

A combinação de um cenário de elevado endividamento e de queda dos preços dos ativos nas fases de descenso das perspectivas dos agentes credores dificulta o processo de ajuste dos agentes endividados, à medida que a tendência deflacionária dos preços eleva o valor real das dívidas. Pode ocorrer um processo típico de *debt deflation*, nos moldes colocados por Fisher (1933), com a divergência de o valor entre ativos e passivos, repúdio das dívidas e falências, podendo

acarretar situações de pânico bancário e de depressão econômica. (Amado, 2020).

A economia por si levará bastante tempo para quebrar este círculo. Os ciclos de otimismo e pessimismo dos agentes não são abruptos, embora em sua fase mais aguda possam apresentar a aparência de um *crash* estridente. A transição é suave entre estados de baixo e alto estresse e vice-versa, onde os regimes de estresse<sup>15</sup> financeiro resultam de um processo cumulativo de acumulação. Os agentes coletam informações sobre a fragilidade financeira e levam tempo para mudar suas crenças atuais. Além disso, as condições de liquidez se espalham lentamente pelo setor real. (Neves, 2022).

Uma vez os portfólios ajustados aos níveis considerados adequados pelos agentes dada suas expectativas, o crédito começa um novo ciclo de expansão nos mesmos moldes do citado anteriormente. Importante sublinhar o papel anticíclico que o governo pode tomar para acelerar o processo de recuperação de uma crise gerada pela fragilidade financeira. Uma vez que os processos econômicos endógenos levam a economia à beira de uma crise, a intervenção da autoridade monetária pode abortar o desenvolvimento de uma crise completa e uma deflação dos ativos. A experiência na década de 60 mostrou que a queda nos investimentos e nos gastos financiados por dívidas dos consumidores que se seguem a uma deflação dos ativos (*debt-deflation*) abortada leva a uma queda na renda. Na economia atual, ações fiscais positivas e os estabilizadores embutidos levam a déficits governamentais massivos à medida que a renda cai. Tais déficits sustentam a renda, mantêm ou aumentam os lucros corporativos e alimentam instrumentos financeiros seguros e negociáveis nos portfólios ávidos por segurança e liquidez. Como resultado, a economia se recupera rapidamente da recessão, mas porque a intervenção das autoridades protegeu vários mercados financeiros, a recuperação pode logo levar a uma retomada de um boom inflacionário. (Minsky, 1977)

---

<sup>15</sup>Se denomina como estresse a preocupação dos bancos com a liquidez. Cenários de alto estresse financeiro significam que as taxas de juros cobradas para ativos ilíquidos serão maiores e existe maior restrição de crédito. Já cenários de baixo estresse financeiro significam que as taxas de juros cobradas para ativos ilíquidos serão menores e existe menor restrição de crédito.

“A essência da hipótese da instabilidade financeira é que traumas financeiros, inclusive interações com deflação da dívida, ocorrem como resultado normal do funcionamento de uma economia capitalista. Isso não significa que uma economia capitalista esteja sempre à beira do desastre. Existem situações em que o financiamento de curto prazo de empresas e famílias é modesto, o que leva a mercados financeiros robustos que não são suscetíveis a processos de deflação da dívida. Existem também estruturas financeiras frágeis que incluem uma grande quantidade de finanças especulativas e Ponzi de empresas e famílias. O funcionamento normal de uma economia com uma situação financeira robusta é tanto tranquilo quanto, no geral, bem-sucedido. A tranquilidade e o sucesso não são estados autossustentáveis, eles induzem aumentos nos preços dos ativos de capital em relação aos preços de produção atuais e um aumento em (1) dívidas aceitáveis para qualquer fluxo de renda prospectivo, (2) investimento e (3) lucros. Esses aumentos simultâneos levam a uma transformação ao longo do tempo de uma estrutura financeira inicialmente robusta em uma estrutura frágil.” (Minsky, 1978).

Como pode ser notado os bancos assumem uma postura pró-cíclica: aumentam a oferta monetária nos momentos de prosperidade e demanda robusta e reduzem a oferta monetária nos momentos de redução na demanda. Conclusão que compactua com a conhecida correlação de  $V$  e  $M$  através de um mecanismo de tomada de decisão alinhada com a leitura de que a demanda direciona a oferta monetária de forma endógena.

Mais adiante nesta dissertação, ao buscar as possíveis causas da queda no crédito bancário na crise econômica brasileira de 2015-16, visa-se a encontrar as variáveis mensuráveis que causam e acompanham esta mudança de perspectiva positiva para negativa nos bancos para que passemos a monitorá-las com o objetivo de manter o sistema financeiro com uma estrutura robusta consagrando uma economia tranquila e bem-sucedida.

### **3 PRECURSORES DO CRÉDITO: VARIÁVEIS REAIS VERSUS EXPECTACIONAIS**

#### **3.1 Efeito do crédito no produto interno bruto (PIB)**

Neste capítulo, volta-se à hipótese central desta dissertação: As variáveis ligadas às expectativas dos agentes são precessoras do comportamento da concessão de capital de giro pelas entidades privadas no Brasil entre 2010 e 2016. Mas antes de seguir para a comparação das séries de dados, faça-se aqui a defesa da escolha da variável dependente: a concessão de capital de giro livre para PJ. A partir da análise dos dados do Brasil nas primeiras décadas do século XXI, será apresentada a linha de raciocínio utilizada para a escolha desta variável.

Primeiramente, é necessário mencionar que as relações entre as variações do crédito e da renda já estão bem conhecidas (Keynes, 1936, Bernanke, 1983) e foram profundamente exploradas no Capítulo 2. Apesar de não adentrar na discussão de causalidade entre estas duas variáveis, estudos econométricos consolidam a existência dessa relação principalmente em momentos de crises econômicas (Bordo e Haubruch, 2010).

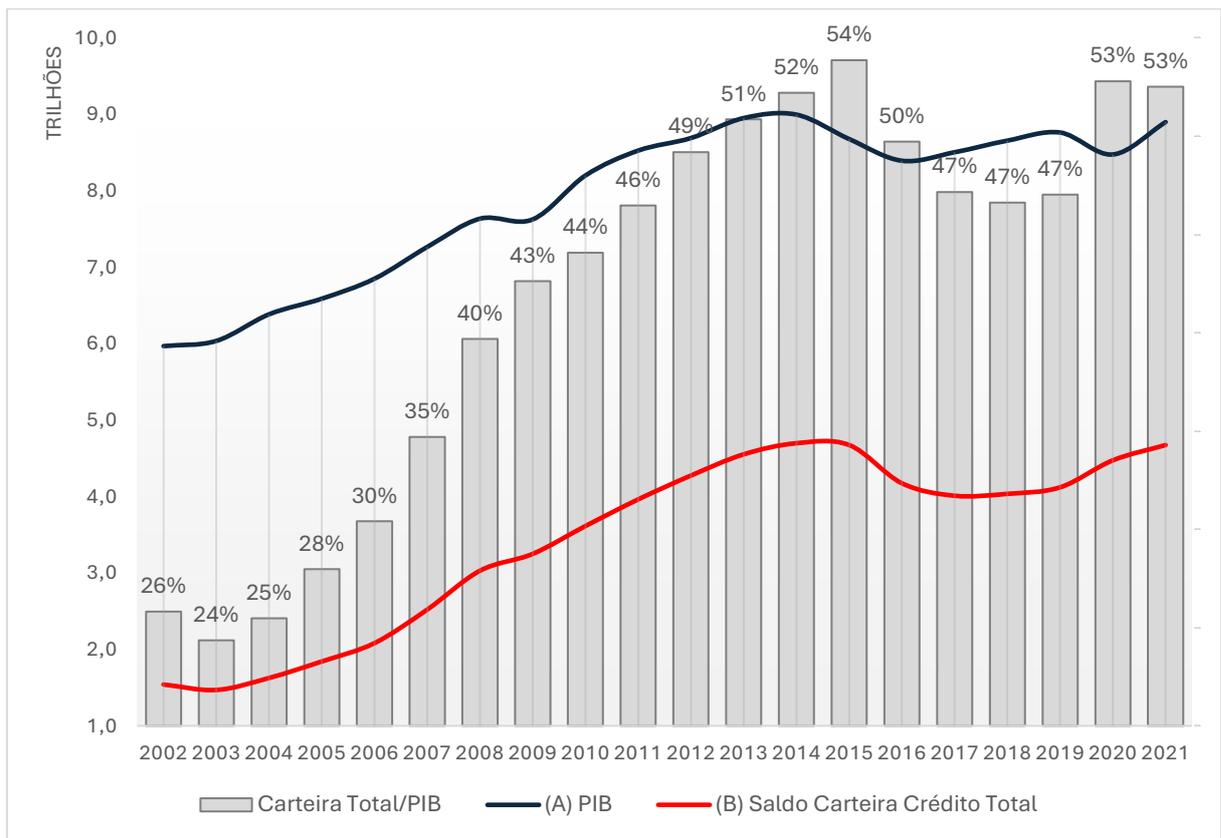
Resumidamente, a queda no crédito bancário afeta a economia de várias maneiras, como foi explicitado no Capítulo 2. A redução do crédito limita a capacidade das empresas de investir em novos projetos, inovações e expansões, o que prejudica o crescimento econômico. Além disso, a falta de crédito leva as empresas a cortarem despesas, o que resulta em demissões, redução do consumo das famílias, do emprego, da renda, dos investimentos privados, e do lucro, por consequência.

Outro mecanismo pelo qual a queda no crédito bancário afeta a economia, ocorre por meio da redução da confiança dos consumidores e das empresas. Pois, quando há falta de crédito disponível, as pessoas e as empresas se tornam inseguras sobre seu futuro financeiro e retraem seu gasto como resultado, gerando efeito negativo sobre o PIB.

A fundamentação teórica da relação entre crédito e PIB retoma os apontamentos realizados na seção 2.3 sobre o comportamento do crédito na hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky. A teoria propõe um comportamento cíclico do endividamento que impacta na renda. Durante o período de prosperidade, em função das expectativas favoráveis, o crédito é amplamente disponível e as empresas tendem a aumentar suas dívidas, acreditando que as margens de segurança são excessivas e que é vantajoso se alavancar. Com isso, o montante aceitável de dívida para financiar as diversas atividades aumenta e isso eleva os preços dos ativos de capital e aumenta o investimento, transformando a economia em uma economia de boom. No entanto, essa tendência de transformar um período de estabilidade em um boom especulativo é justamente a fragilidade básica de uma economia monetária moderna. Quando a proporção de finanças especulativas cresce, as unidades financeiras se tornam mais vulneráveis às mudanças nas condições do mercado de crédito. A fragilidade financeira se intensifica e quando se inicia um aumento da preferência pela liquidez, tem-se a redução do crédito e o acréscimo das taxas de juros que são necessárias para se renunciar à liquidez e a perda de valor dos ativos, o que pode levar ao pânico repentino e ao colapso dos mercados financeiros e conseqüente queda no PIB.

Para o caso em questão, ao considerar a economia brasileira no século XXI, é possível verificar a relação entre a renda e o endividamento na observação da evolução das duas séries históricas entre os anos de 2002 e 2021, conforme demonstrado no Gráfico 1.

**Gráfico 1.** Evolução entre o período dos anos de 2002 a 2021 considerando o (A) Produto Interno Bruto (PIB), (B) o saldo da carteira de crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para os setores não financeiros, e o coeficiente carteira total/PIB aos preços de hoje.



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

Desta forma, como esperado, é pertinente estudar o comportamento dos componentes do crédito e suas variações para melhor entender o PIB e suas variações. Novamente, o objetivo não é afirmar a prerrogativa de que o crédito é a única variável importante para as variações do PIB. Sabe-se que se trata de uma via de mão dupla e a discussão deste artigo aborda exatamente isso.

Sobre o PIB, vale destacar que é uma medida ampla da produção econômica de um país. Embora o PIB possa ser usado como uma indicação geral do bem-estar econômico de uma nação, ele não é necessariamente uma medida direta que reflete a qualidade de vida das pessoas (Braga, 2009.).

O PIB leva em conta a produção de bens e serviços, independentemente de como essa produção é distribuída entre a população. Portanto, mesmo que o PIB de um país aumente, isso não significa necessariamente que a vida das pessoas melhore de forma generalizada. Pois, os fatores como a desigualdade de renda, a falta de

acesso aos serviços básicos, saúde e educação, bem como questões ambientais e sociais, podem afetar significativamente a qualidade de vida.

Além disso, o PIB não considera as atividades econômicas não-monetárias, como o trabalho doméstico e de cuidado, que são importantes para a qualidade de vida das pessoas. Por estas razões, é importante considerar outras medidas, além do PIB, para avaliar a real situação da condição de vida.

Mesmo assim, dadas as ressalvas, o PIB é uma variável síntese e pode-se verificar uma relação indireta entre sua versão *per capita* e a qualidade de vida. O que sustenta a relevância não apenas econômica, mas também social, dos estudos sobre os itens que podem afetá-lo, e como pode-se observar, o crédito é uma delas.

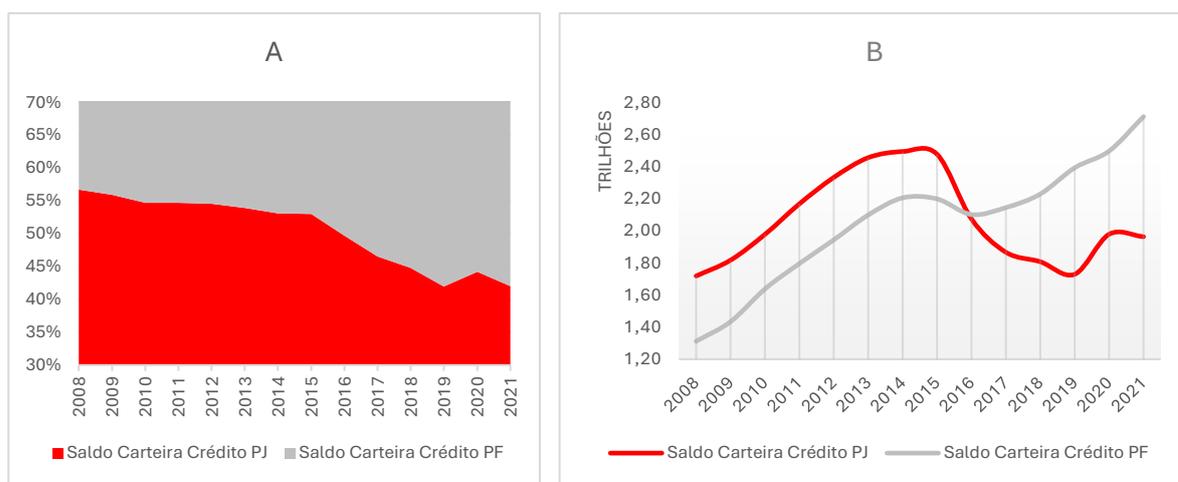
### **3.2 Crédito pessoa jurídica e crédito pessoa física**

O crédito total do SFN para os setores não financeiros apontado no Gráfico 1 é subdividido inicialmente em dois grupos, segundo a classificação do Bacen: carteira de pessoa jurídica (PJ) e carteira de pessoa física (PF). O Gráfico 2 (A) apresenta a participação de cada uma delas dentro da carteira de crédito total. Como é possível notar, a participação da carteira jurídica perdeu espaço ao longo do período, partindo de 56,7% no seu auge em 2008 para 44,2% em 2021.

Ao verificar o Gráfico 2 (B), tem-se que durante essa perda de participação por parte do crédito PJ praticamente ininterrupta de 2008 a 2021, é possível observar dois momentos. O primeiro, de 2008 a 2014, é marcado pelo crescimento de ambas as carteiras, porém com um ritmo mais acelerado da carteira de PF, o que aumenta sua participação. Quantificando o saldo da carteira de PF, nota-se que cresceu em média 9,7% nestes anos contra 9,2% do saldo da carteira de PJ. O segundo momento, entre os anos de 2014 e de 2019, observa-se uma dinâmica diferente: o saldo de crédito para PJ marca acentuadas quedas, com uma variação média de -6,9% no período e com marcas agressivas como uma queda de -16,3% no ano de 2016. Já a carteira de PF, que neste mesmo ano tem pela primeira vez no período analisado sua participação superando a da carteira de PJ, tem apenas um ano de queda de saldo relevante (-4,4% em 2016) apresentando crescimento médio no período de 1,7%. De 2020 em

diante, a dinâmica da pandemia da COVID-19 passa a pesar nos dados e a carteira PJ reage. Mesmo assim, no fim destes 14 anos retratados, o saldo da carteira PJ variou positivamente 14,2%, enquanto a carteira PF expandiu 106,7%.

**Gráfico 2.** (A) Evolução da participação da carteira pessoa jurídica (PJ) e da carteira pessoa física (PF) considerando o crédito total do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e (B) Evolução do saldo da carteira PJ e PF, entre o período dos anos de 2008 a 2021 a preços de hoje.



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

Essa diferença no comportamento das duas carteiras, PF e PJ, explica o porquê do foco desta dissertação recair sobre a análise do comportamento da segunda em detrimento da primeira. A queda e o baixo poder de recuperação do saldo da carteira de crédito de PJ parece ter papel importante na incapacidade da economia brasileira em voltar às marcas de produção e renda atingidas em 2014. Enquanto a carteira de crédito PF em 2018 recupera os saldos registrados em 2014 e continua crescendo, a carteira PJ se mantém com valores reduzidos após a queda de 2016, o que indica maior correlação com os dados do PIB que deflacionados em 2021 ainda não haviam retomado as marcas de 2013/2014.

Esta afirmação encontra respaldo na postulação keynesiana, e posterior explanação de Carvalho, sobre a hierarquia das decisões em uma economia monetária de produção. As empresas, e não as famílias, ocupam o topo da hierarquia das decisões. Pessoas jurídicas, firmas, são responsáveis pela realização dos investimentos. Investimentos são a variável dinâmica em uma economia monetária de

produção. Como visto, o investimento que irá afetar a produção, emprego, renda e a poupança, logo o que acontece com o crédito voltado às empresas coerentemente terá mais impacto econômico.

Além do descrito acima, vale salientar que ao observar as variáveis reais que indicam *stress* nas carteiras de crédito, como inadimplência, ao contrário da carteira de crédito PJ, o crédito voltado para PF sofreu choques no período analisado, gerando momentos de maior dificuldade sem perder seu dinamismo, como observado nos anos de 2002, 2006, 2009 e 2012 (IPEA, 2023).

Em 2012, por exemplo, a inadimplência da carteira de crédito PF atingiu 5,51%, valor mais alto da nova série (IPEA, 2023). A título de comparação, o valor mais atual disponível para este dado foi de 3,35% em dezembro de 2022. Mesmo neste quadro de inadimplência 64% acima da atual, não houve grande choque no saldo da carteira de crédito PF ou na variação do PIB. Este momento não passou completamente em branco: a variação do PIB de 2012 foi de +1,92% contra +3,97% e +3,00% em 2011 e 2013, mas claramente é incomparável ao que veio a ocorrer a partir de 2014.

Desta forma, demonstra-se sensato seguir a decomposição do crédito dentro da categoria PJ e não da categoria PF.

### **3.3 Crédito direcionado e crédito livre**

Dentro da carteira de crédito PJ encontram-se novamente duas classificações importantes que dividem este saldo total: carteira de crédito com recursos livres e carteira de crédito com recursos direcionados. De acordo com o Glossário do Bacen (Bacen, 2023):

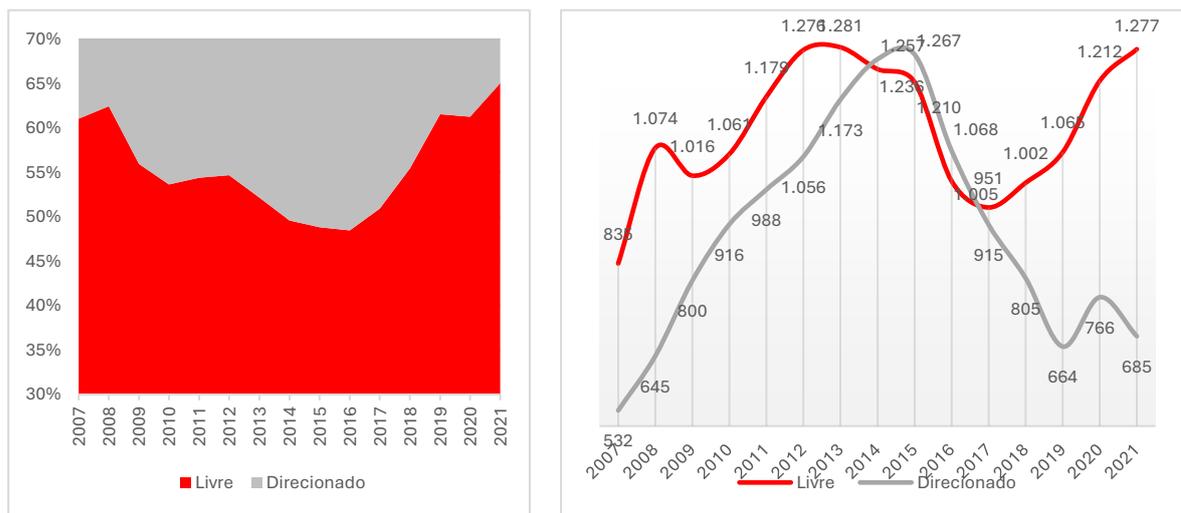
A carteira de crédito com recursos livres deriva dos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas entre as instituições financeiras e os mutuários. Nas operações livres, as instituições financeiras têm autonomia sobre a destinação dos recursos captados em mercado.

A carteira de crédito com recursos direcionados é oriunda das operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas os recursos orçamentários destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de

médio e longo prazos aos setores imobiliário, rural e de infraestrutura. As fontes de recursos são oriundas de parcelas das captações de depósitos à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.<sup>16</sup>

Seguindo a mesma metodologia analítica do capítulo anterior, o Gráfico 3 (A) expressa a participação de cada uma destas modalidades no saldo da carteira total do crédito de PJ e o Gráfico 3 (B) apresenta a evolução ao longo do período analisado destes saldos.

**Gráfico 3.** (A) Evolução da participação da carteira livre e direcionada na carteira de crédito de pessoa jurídica (PJ) e (B) Evolução do saldo da carteira livre e direcionada na carteira PJ (bilhões de reais), entre o período dos anos de 2007 a 2021.



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

Ao abrir essas duas modalidades de crédito, em primeiro lugar, chama atenção o aumento da participação do crédito direcionado e sua subsequente redução. Dentre as possíveis ações para deter um ciclo recessivo de crédito está a atuação direta

<sup>16</sup> Apenas uma ressalva para o leitor menos acostumado: embora essa divisão pareça separar a carteira de crédito em saldo proveniente da esfera pública versus saldo advindo da esfera privada, não é exatamente isso que significa. Bancos públicos como o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF) por exemplo, possuem dentre seus produtos tanto as linhas classificadas como crédito livre quanto crédito direcionado.

dos bancos públicos. Como pode-se perceber, não foi isto que ocorreu durante o desenrolar dos eventos de 2010 a 2016.

A redução do crédito direcionado é fundamental para o entendimento da origem e o desenrolar da crise de 2015-16 (Bruno e Caffé, 2018; Barbosa Filho, 2017; De Paula & Alves Junior, 2020; Pessoa, 2017a; Pimenta, Saad-Filho e Moraes, 2018.) As discussões sobre a participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), responsável por 69,7% do saldo de crédito direcionado no período, são extremamente relevantes e a quantidade de pesquisa científica sobre essa participação é proporcional à sua importância.

Porém, algo mais no Gráfico 3 (B) deve ser observado: dado interessante, e menos discutido, é a estagnação e o declínio do saldo da carteira de crédito livre nos anos de 2012 a 2015. O comportamento dos bancos privados em reduzir sua exposição ao crédito antes mesmo da deflagração da crise pós 2014, parece dialogar com o exposto na seção 2.3 sobre o seu comportamento cíclico, o qual antecede a crise e reduz o saldo da carteira de crédito livre para abaixo do saldo da carteira de crédito direcionado. Este ponto merece ser analisado com mais atenção e por isso, a despeito de toda a importância do crédito direcionado e notadamente do BNDES, segue-se para a análise desta série em especial.

### **3.4 Capital de Giro**

Dentro da carteira de crédito livre para PJ existe mais um, e último, conjunto de subclassificação de modalidade de crédito. Após essa longa jornada pela taxonomia das operações financeiras, chega-se ao nível atômico do produto da prateleira oferecido pelas instituições participantes do SFN.

Ao todo são dezesseis modalidades de crédito livre PJ e dentre elas será analisado o comportamento das contas de capital de giro livre. Esta conta foi selecionada pela sua relevância em volume, uma vez que representa, em média no período, 41,9% do saldo das operações de crédito livre para PJ. Ao excluir do saldo total de crédito livre para PJ as quatro modalidades que representam na realidade a antecipação de

recursos próprios das empresas, a participação da conta de capital de giro sobe para 50,7% em média no período.

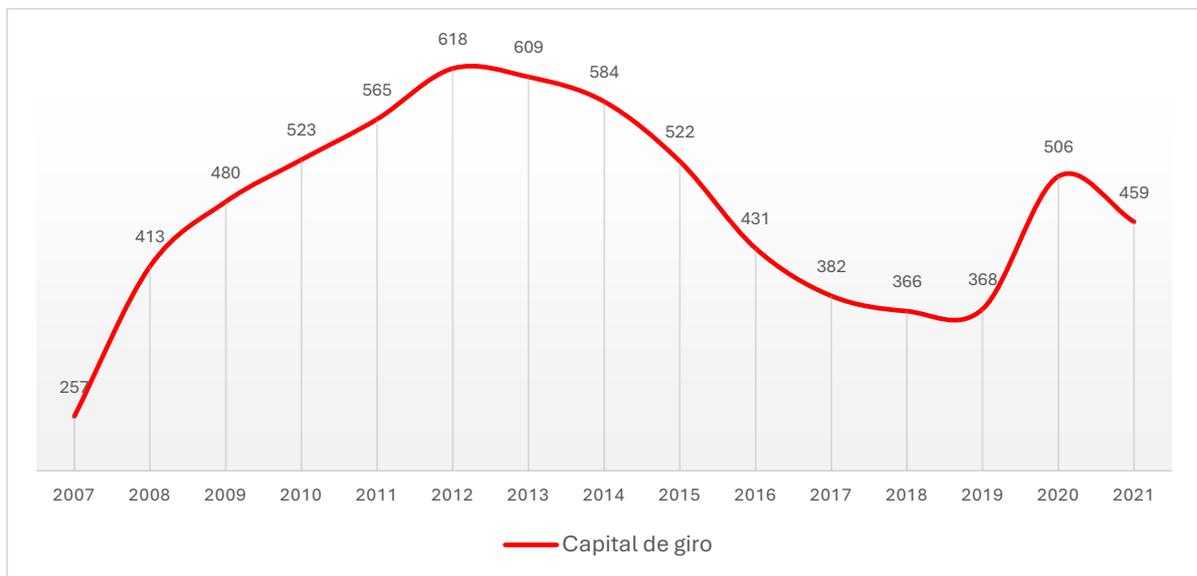
Capital de giro corresponde às operações de crédito destinadas ao financiamento de curto prazo das empresas, vinculado a um contrato específico que estabelece prazos, taxas e garantias destinados ao financiamento operacional das empresas.

Como pode-se notar em sua descrição, essa linha de crédito é fundamental para a gestão de caixa cotidiana das empresas, uma vez que não tem sua disponibilidade vinculada à aquisição de bens ou envolvimento de fornecedores e clientes, como grande parte das demais linhas ou na maioria das linhas de crédito direcionado citadas anteriormente.

Além disso, vale citar a classificação de Zysman (1983) que divide as estruturas financeiras dos países em dois sistemas básicos: sistemas com base no mercado de capitais (*capital market-based systems*) e sistemas com base no crédito (*credit-based systems*). Os países em desenvolvimento estariam na segunda categoria, *credit-based systems*, no qual o crédito exerce maior participação no *funding* das empresas do que o mercado de capitais ainda incipiente. No caso brasileiro, onde até mesmo o mercado de debêntures começa a dar passos mais grandiosos apenas nas últimas décadas, e excetuando-se a atuação estatal direta via BNDES, são as constantes renovações (rolagens) de empréstimos de curto prazo como capital giro que acabam por preencher a lacuna do momento *funding*, aumentando ainda mais a relevância deste produto bancário.

Ao debruçar-se novamente sobre os dados, tem-se que ao longo do período coberto pelos dados disponíveis no Bacen, de 2007 a 2021, o saldo da carteira de crédito livre de capital de giro para PJ teve uma dinâmica similar ao encontrado nos dados anteriores, ou seja, um longo período de expansão, seguido de estagnação, e posteriormente contração até o início da pandemia em 2020. Porém, como pode ser observado no Gráfico 4, divergindo dos dados agregados, o trecho de expansão tem seu ponto máximo em 2012, ao invés de 2014, como o saldo da carteira de crédito total e PJ (Gráficos 1 e 3), ou 2013 que se refere ao caso do saldo da carteira de crédito livre para PJ.

**Gráfico 4.** Evolução do saldo da carteira de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais), entre o período dos anos de 2007 a 2021 a preços de hoje.



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

Em 2 anos, 2012 a 2014, R\$46 bilhões (a valores de hoje) foram reduzidos do saldo da carteira livre de capital de giro. Por esse movimento antecipar a crise que depois se deflagrou, vale observá-lo com mais atenção.

### 3.5 Dinâmica do saldo da carteira de crédito

Até agora, em todos os dados considerados, foi analisado o saldo da carteira de crédito dentro das suas diversas classificações. O saldo da carteira de crédito de capital de giro, corresponde ao somatório do saldo devedor dos contratos de crédito no final do ano. Sendo assim, pode-se dizer que o saldo, mais especificamente da carteira de crédito de capital de giro para PJ, nada mais é do que o estoque da dívida das empresas fora do SFN (devedoras) para as instituições do setor financeiro (credoras) deste produto. Este estoque se dá pelo resultado da seguinte equação:

$$\text{SALDO}_{T-1} + \text{CONCESSÃO}_T + \text{JUROS}_T - \text{AMORTIZAÇÕES}_T - \text{PAGAMENTO DE JUROS}_T = \text{SALDO}_T$$

Desta maneira é possível perceber que outros fatores influenciam o saldo da carteira de crédito além da oferta de crédito. A seguir a equação do saldo acima, tem-se que o aumento nas taxas de juros aumentam o saldo da carteira de crédito sem que o sistema financeiro tenha disponibilizado novos recursos para as empresas. De forma análoga, o alongamento do prazo das operações reduz o parâmetro de amortização, e assim como os juros, cria uma relação direta de aumento de saldo da carteira de crédito sem que novos valores tenham sido disponibilizados pelo sistema financeiro às empresas.

Sendo assim, a variável saldo de carteira carrega outras influências passivas ou indesejadas para averiguação da hipótese deste estudo que reflete na disponibilidade da linha de capital de giro. Além disso, saldo é uma informação de estoque de capital e concessão é uma informação de fluxo de capital. Logo, a concessão de crédito emerge como a melhor variável disponível para avaliar a oferta, ou seja, disponibilidade de crédito.

### **3.6 Concessão de capital de giro com recursos livres para pessoa jurídica**

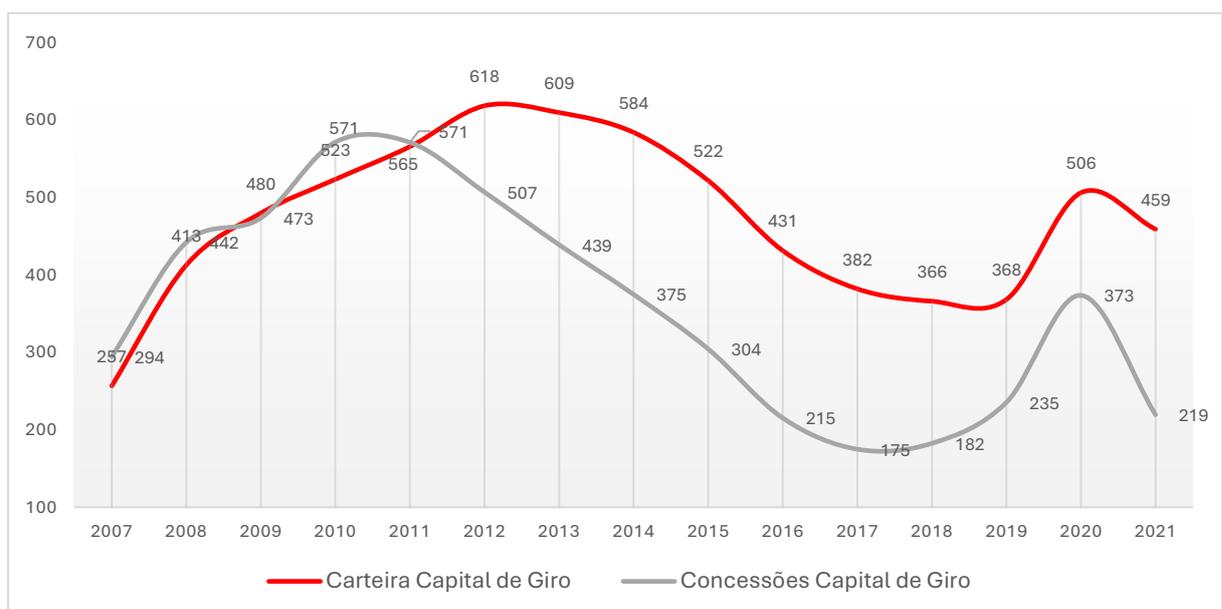
Do macro para o micro, o passo a passo foi dado e demonstrado para explicar o motivo pelo qual dentre todas as linhas de crédito e classificações disponíveis no Bacen, a hipótese recai sobre o comportamento apenas da concessão de capital de giro com recursos livres para pessoa jurídica.

Retomando brevemente a discussão anterior, a análise aqui proposta preocupa-se com o PIB porque ele influencia indiretamente a qualidade de vida. Analise-se o crédito porque sua relação com o PIB é umbilical. Como apontado a partir da teoria pós-keynesiana, a moeda não é neutra e a expansão monetária causada pelo aumento da concessão de crédito traz efeitos econômicos reais.

Dentre as possíveis vertentes do crédito escolhe-se as linhas de crédito para PJ porque essas parecem ter mais influência e relação com a crise de 2015-16. Opta-se pela carteira livre em detrimento da direcionada porque a primeira, como levantado na seção 3.3, aparenta um comportamento interessante de anteceder a crise. Em seguida, seleciona-se a modalidade de capital de giro por causa do volume, da sua importância na gestão do caixa das empresas, por conceber em grande parte o momento *finance* e em alguma parte o momento *funding* das firmas. Estuda-se então a concessão ao invés do saldo para isolar a disponibilidade de crédito das influências do preço do crédito (juros) e prazo médio da carteira.

Ao levantar os dados da concessão de capital de giro livre para PJ e adicioná-los ao Gráfico 4, chega-se ao Gráfico 5. Repare-se que o maior momento de concessão entre os anos de 2010 e 2011 é anterior ao apontado pela visão saldo da carteira (2012). Com um prazo médio de carteira de 15 meses, e como parte dos contratos dessa linha são do tipo *bullet*, ou seja, de amortização em parcela única no vencimento do contrato, é coerente que exista atraso entre o ponto máximo da carteira e de concessão.

**Gráfico 5.** Evolução do saldo da carteira de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e das concessões de crédito livre na modalidade capital de giro para PJ (bilhões de reais), entre o período dos anos de 2007 a 2021 a preços de hoje.



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

### 3.7 Fundamentos da retração da concessão de capital de giro: Variáveis reais

Até então foi traçado um caminho descritivo para chegar ao produto focal da análise: concessão de crédito livre via capital de giro para PJ. Agora será iniciada a discussão sobre os motivos por trás dos movimentos descritos anteriormente para concluir se, de acordo com a hipótese inicial, a retração de oferta de crédito nessa linha se dá pela deterioração das expectativas e não em função dos dados advindos da economia real.

A seguir, as análises estão concentradas nos anos de 2010 a 2016 para entender a dinâmica que pode ter levado à queda na concessão de capital de giro via recursos livres para PJ nos anos que antecedem o início da crise de 2015-16 e no período subsequente em que ela se intensifica.

Para tal será comparada a concessão de capital de giro via recursos livres para PJ e seis variáveis reais que podem influenciar a preferência pela liquidez nas instituições bancárias: o PIB, a Selic média do ano, a taxa de juros média do ano, a inadimplência, inflação e a porcentagem das empresas com EBITDA<sup>17</sup>/despesa financeira menor que 1.

**Gráfico 6.** (A) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e PIB (bilhões de reais); (B) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Selic média do ano; (C) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Taxa média de juros das operações de crédito livre de capital de giro para PJ; (D) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e inadimplência média do ano da carteira crédito livre de capital de giro para PJ; (E) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões

---

<sup>17</sup> EBTIDA (em inglês, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) é uma sigla que significa “Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização” (também conhecida como Lajida). Trata-se de um indicador de capacidade ou potencial de geração de caixa livre de uma empresa.

de reais) e IPCA; (F) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Total de empresas com despesas financeiras acima do EBTIDA. Todas as variáveis foram analisadas entre o período dos anos de 2010 a 2016 e a preços de hoje.



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

No Gráfico 6 (A) tem-se a comparação com o PIB. Como discutido no Capítulo 2, a retração no PIB pode gerar retração na oferta de crédito e a busca por liquidez,

uma vez que o risco da queda do desempenho das empresas afeta o lucro e consequente capacidade de pagamento. Seguindo essa lógica, espera-se que a concessão de capital de giro tivesse uma relação direta com o PIB. Esse comportamento ocorre nos anos de crise, de 2014 a 2016, porém nos anos anteriores, de 2011 a 2013, temos uma relação inversa das duas séries.

Logo, para o período analisado, pode-se afirmar que a retração do PIB não precede a queda da oferta de crédito via capital de giro. Embora possa-se intuir que existe a retroalimentação de uma economia deprimida sobre a concessão de capital de giro, isso parece ocorrer dentro de um ciclo recessivo tal como aponta a teoria pós-keynesiana.

O Gráfico 6 (B) compara a Selic média do ano com a oferta de capital de giro. De acordo com (Bacen, 2023): “A Selic é a taxa básica de juros da economia. (...) Ela influencia todas as taxas de juros do país, como as taxas de juros dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras.” Sendo assim, níveis mais altos da Selic significam maiores custos para a concessão de empréstimos livres em geral e de capital de giro em particular. Maiores custos podem pressionar as taxas de retorno dos agentes financeiros e diminuir sua propensão a emprestar ou aumentar as taxas finais ofertadas. Finalmente, com preços mais altos para os empréstimos, a demanda será reduzida, uma vez que o custo de oportunidade aumenta para as empresas realizarem investimentos. Logo, espera-se encontrar uma relação inversa entre os valores da Selic e da quantidade de concessão de capital ofertada. Como no caso anterior, verifica-se que esta relação ocorre entre o período de 2014 a 2016, mas não ocorre entre 2011 e 2013, o que corrobora para excluir esse fator da responsabilidade pelo início da retração da oferta de capital de giro no período que antecede a crise de 2015-16.

Análoga à avaliação feita acima, tem-se a comparação no Gráfico 6 (C), entre a taxa média das operações de crédito livre de capital de giro para PJ e sua concessão. Valores mais altos de juros intuitivamente significariam queda na oferta de crédito e vice-versa. Além disso, um efeito importante nesse mercado é a rolagem da dívida que é antecipada em períodos de queda de juros. A linha de concessão de capital de giro possui contratos rotativos, pós fixados e pré-fixados. Este último tipo de contrato tende a ser ativamente renegociado pelos seus detentores quando as taxas estão em

queda com o objetivo de reduzir suas despesas financeiras. Tal mecanismo deveria funcionar como propulsor das concessões nos momentos de queda nas taxas de forma assimétrica em contrapartida aos momentos de subidas nas taxas. Mesmo assim, como nas outras duas avaliações, é possível observar que apenas entre 2014 e 2016 a interação entre as variáveis acontece na direção esperada.

Uma das principais causas apontadas para a redução na concessão de crédito, independente da linha, é o aumento da inadimplência. Quando as instituições financeiras verificam uma deterioração na qualidade de sua carteira passarão a adotar políticas de crédito mais restritivas com o objetivo de reduzir os riscos e manter a lucratividade. Logo, o aumento na inadimplência deveria induzir a queda na oferta de crédito, uma relação invertida entre as séries. Essa interação pode ser observada no Gráfico 6 (D). Porém, mais uma vez, não foi encontrada a relação esperada dentre as variáveis durante todo o período. Neste caso, tem-se as evoluções da concessão de crédito de capital de giro no mesmo sentido da queda da inadimplência entre 2011 e 2012.

No Gráfico 6 (E) ocorre a comparação da evolução da concessão do crédito livre de capital de giro para PJ com a inflação marcada para cada ano. A relação entre essas duas variáveis intuitivamente não seria direta, porém pode-se imaginar que movimentos no IPCA possam gerar a antecipação por parte dos agentes de movimentos na Selic. Ao verificar a evolução das séries, aparentemente, observa-se que a queda na concessão de crédito não reage aos movimentos da inflação percebida, seja para cima ou para baixo, o que indica que esta variável também não influencia as decisões sobre a oferta de crédito.

A última comparação, apresentada no Gráfico 6 (F), considera a concessão do crédito livre de capital de giro para PJ e o percentual de empresas de capital aberto com despesas financeiras maiores do que seu EBTIDA, o que as classificaria como especulativas ou Ponzi (Minsky, 1982, 1986). A ideia desta variável seria obter um indicador da fragilidade financeira das empresas que pudesse influenciar a percepção de risco dos agentes do SFN reduzindo ou ampliando a oferta de crédito. Conforme observado, embora exista uma certa tendência de aumento na fragilidade das empresas que sustentaria a redução da oferta de crédito, não é possível observar uma relação direta ano a ano. A mudança de patamar do índice das empresas de capital aberto

com despesas financeiras maiores do que seu EBTIDA ocorre, de fato, a partir de 2015.

Sendo assim, pelo menos dentre as variáveis reais escolhidas, não é possível encontrar justificativa determinante para a redução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ. Não foi a produção nacional, a inflação, a taxa básica de juros, a inadimplência, tão pouco a lucratividade das empresas que influenciou, a mudança de comportamento dos agentes. Assumindo os pressupostos ortodoxos de racionalidade não se encontra resposta para a motivação de tal mudança. É na teoria pós-keynesiana que os dados coletados encontram aderência.

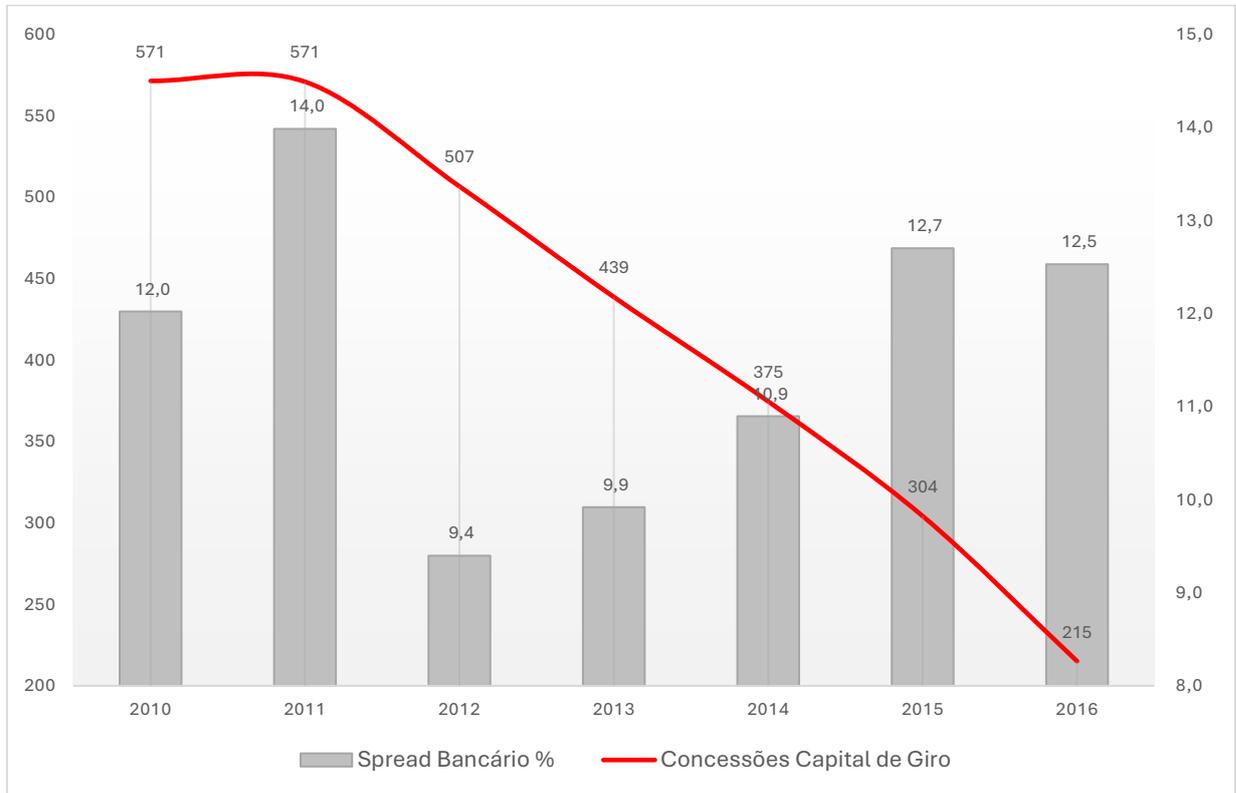
Ao analisar o que acontece com a concessão de crédito livre de capital de giro para PJ sob a ótica pós-keynesiana precisa-se retomar o conceito de preferência pela liquidez. O que fazem os bancos e empresas mudarem sua postura com relação a composição de seus balanços e alavancagem advém de suas preferências pela liquidez. Algo parece ocorrer nos anos de 2011 em diante que leva os agentes a buscarem maior liquidez, reduzindo sua alavancagem. Para trazer maior fundamento para esta afirmação realiza-se uma avaliação mais crítica sobre as variáveis conjuntamente, principalmente os componentes de preço deste produto apontados no Gráfico 6 (B), 6 (C) e 6 (D).

Ao levar em consideração a relação entre a taxa de juros básica (Selic) mostrada no Gráfico 6 (B) e a taxa de juros média dos contratos presente no Gráfico 6 (C), chega-se a um resultado estrondoso. Sendo a taxa básica o principal componente de custos dos bancos para a oferta de novos contratos<sup>18</sup>, pode-se dizer que a diferença entre estas variáveis é o valor cobrado pelos bancos para suprir eventuais perdas por não pagamento (inadimplência, Gráfico 6 (D)), cobrir despesas operacionais, e alimentar seus lucros. Essa diferença é chamada *spread* bancário. Observe o comportamento do *spread* bancário no período analisado no Gráfico 7, a seguir:

---

<sup>18</sup>Infelizmente o nome dado pelo mercado ao custo da concessão de crédito representado pela taxa básica de juros é custo de “*funding*”. Para evitar eventuais confusões com a palavra *funding* do momento *funding* Keynesiano, opta-se por evitar o termo para nomear este custo bancário operacional.

**Gráfico 7.** Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e *Spread* bancário médio no ano para operações de crédito livre de capital de giro para PJ (pontos percentuais). Alternativamente: Gráfico 6 (C) - Gráfico 6 (B)



Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

O *spread* médio sofre grande elevação ao decorrer de 2011 para conceder a mesma quantidade de operações de 2010. Retornando ao gráfico 6 (D) conclui-se que não existiu expressiva alteração da inadimplência no período, então descarta-se o aumento do *spread* advindo da necessidade de maior cobertura de perdas pelo não pagamento. Partindo do pressuposto de que não houve aumento relevante nas despesas operacionais, o aumento do *spread* indica somente aumento da preferência pela liquidez por parte dos agentes. Para seguirem com as rolagens, ou concederem novas operações, os bancos exigiram maiores taxas dos seus clientes.

No ano seguinte, 2012, tem-se abrupta redução do *spread* observado conjuntamente com o declínio da quantidade de operações concedidas. Inicialmente pode parecer uma relação contraditória e de fato seria para um bem comum. Queda nos

preços costumam levar ao aumento nas quantidades, principalmente em condições de custos decrescentes como é o caso do período (taxa básica em queda). Mas, cabe lembrar que ao contrário do que as teorias econômicas ortodoxas apontam, moeda, conjuntamente com trabalho, não é um bem econômico qualquer. A oferta de crédito pelos bancos não ocorre para todos os agentes que demandam moeda. Os riscos relacionados ao não pagamento de um empréstimo *ranqueiam* e delimitam as empresas elegíveis a recebê-lo. Sendo o *spread* valor cobrado pelos bancos para cobrir seus custos operacionais<sup>19</sup> e perdas por não pagamento, o *spread* é tão maior quanto o risco percebido pela instituição bancária de não pagamento pelo devedor. Com isso em mente, ao observar o movimento de 2012, tem-se a indicação de que houve a redução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ de forma seletiva justamente nas operações com maior percepção de risco. Ora, uma vez presente a percepção de maior fragilidade no sistema, seriam justamente as operações mais ariscadas e de maior preço a sofrerem as primeiras reduções<sup>20</sup>. Este movimento reduz a taxa média e conseqüente *spread* médio no período, ou seja, esta explicação daria conta de justificar tanto a queda no preço médio das concessões quanto a queda na quantidade concedida.

No ano de 2013 o *spread* marca leve aumento e nos anos seguintes (2014 a 2016) retornam e se estabilizam nos patamares de 2010. Se a manutenção do *spread* em 2013 dialoga com a possibilidade de novos padrões de exigência de concessão pelos bancos, os aumentos de 2014 em diante vem acompanhados do aumento da taxa básica e da inadimplência que alteram os cálculos de custos da concessão de crédito levando os bancos a cobrarem maiores *spreads*.

A análise dessas variáveis nos distancia da visão ortodoxa de que a taxa de juros reflete o ponto de equilíbrio entre poupadores e investidores, conclusão originária da visão clássica e que encontra ecos na síntese hicksiana e na teoria dos fundos emprestáveis. Pelo contrário, nos aproxima da afirmação de Keynes, como apontado no Capítulo 2 desta dissertação, de que a taxa de juros reflete o preço para renunciar à liquidez.

---

<sup>19</sup>O *spread* busca cobrir todos os custos de operação com exceção do custo do dinheiro para os bancos, determinado pela taxa básica de juros (SELIC).

<sup>20</sup>Ao denominar preço indica-se tanto taxa juros quanto *spread* dada a leve redução da SELIC de 2010 a 2013.

Em linha com a teoria pós-keynesiana, pode-se dizer que existe um aumento da busca por liquidez a partir de 2010 que inicialmente se reflete nos preços (2011) e posteriormente na redução da carteira dos bancos e alavancagem das empresas (2012 e 2013). Esse comportamento indicaria a percepção de fragilidade por parte dos agentes que culminaria, conjuntamente com outros fatores, na deterioração da economia real de 2014 em diante como é possível observar nos indicadores.

Esta última afirmação, de que a deterioração das concessões de crédito possivelmente tenha levado a queda na atividade, foi verificada por José Aloisio Costa Filho em sua dissertação. O autor elaborou um Índice de Condições Financeiras (ICF) e após uma série de estudos de impulso-resposta para a economia brasileira entre 2005 e 2020, constata:

“O ICF mostrou-se alinhado com os ciclos macroeconômicos, observando-se boa correlação com a atividade econômica, resultado que foi reforçado pelos testes de causalidade do ICF com o índice de atividade IBC-Br. Adicionalmente, análise com vetores autorregressivos estimou que choques de condições financeiras tinham efeito relevante e prolongado sobre a atividade.” (Costa Filho, 2020).

Ou seja, existem indícios de tratar-se de uma crise gerada pelo ciclo de crédito. Como visto no Capítulo 2, a base monetária é reduzida pela contração de crédito bancário, e pela moeda não ser neutra esta afeta a atividade econômica. Logo, o resultado é aderente com a teoria pós-keynesiana.

Uma vez confirmado que para o período analisado as variáveis reais não precedem o comportamento da concessão de capital de giro livre para PJ, mas ao contrário, são as condições financeiras e a concessão de crédito que antecipam o comportamento dos indicadores de atividades, recaímos sobre a preferência da liquidez como pedra fundamental para entender os movimentos do período. A questão então recai sobre os motivos da mudança na busca pela liquidez. A resposta mais uma vez estará nos conceitos da teoria pós-keynesiana, notadamente nas expectativas e na incerteza.

### 3.8 Fundamentos da retração da concessão de capital de giro: Expectativas

Na busca por variáveis que possam justificar a retração da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ e na ausência de encontrá-las dentre as variáveis reais, passa-se a verificar os índices sobre as expectativas dos agentes econômicos. Os principais indicadores considerados serão as séries históricas dos índices de confiança e incerteza disponibilizados pela FGV.

Estes índices são obtidos através do preenchimento de questionários enviados aos agentes e aos consumidores sobre suas avaliações a respeito das suas próprias condições econômicas (muito boa, boa, normal, ruim ou muito ruim)<sup>21</sup>, sobre as condições locais e sobre suas perspectivas para os próximos meses. Com a consolidação destes questionários, tem-se um índice que quantifica uma informação que, *a priori*, é subjetiva. Por isso, não serão classificadas como variáveis do mundo real como as utilizadas no capítulo anterior.

Os índices originais marcam o valor 100 como sinal de neutralidade das expectativas dos agentes sendo os valores acima de 100 indicando otimismo por parte dos agentes e abaixo deste patamar significa pessimismo. Para facilitar a visualização, subtraiu-se de todos os índices a constante igual a 100. Desta forma, o zero passa agora a significar neutralidade quanto à confiança dos agentes.

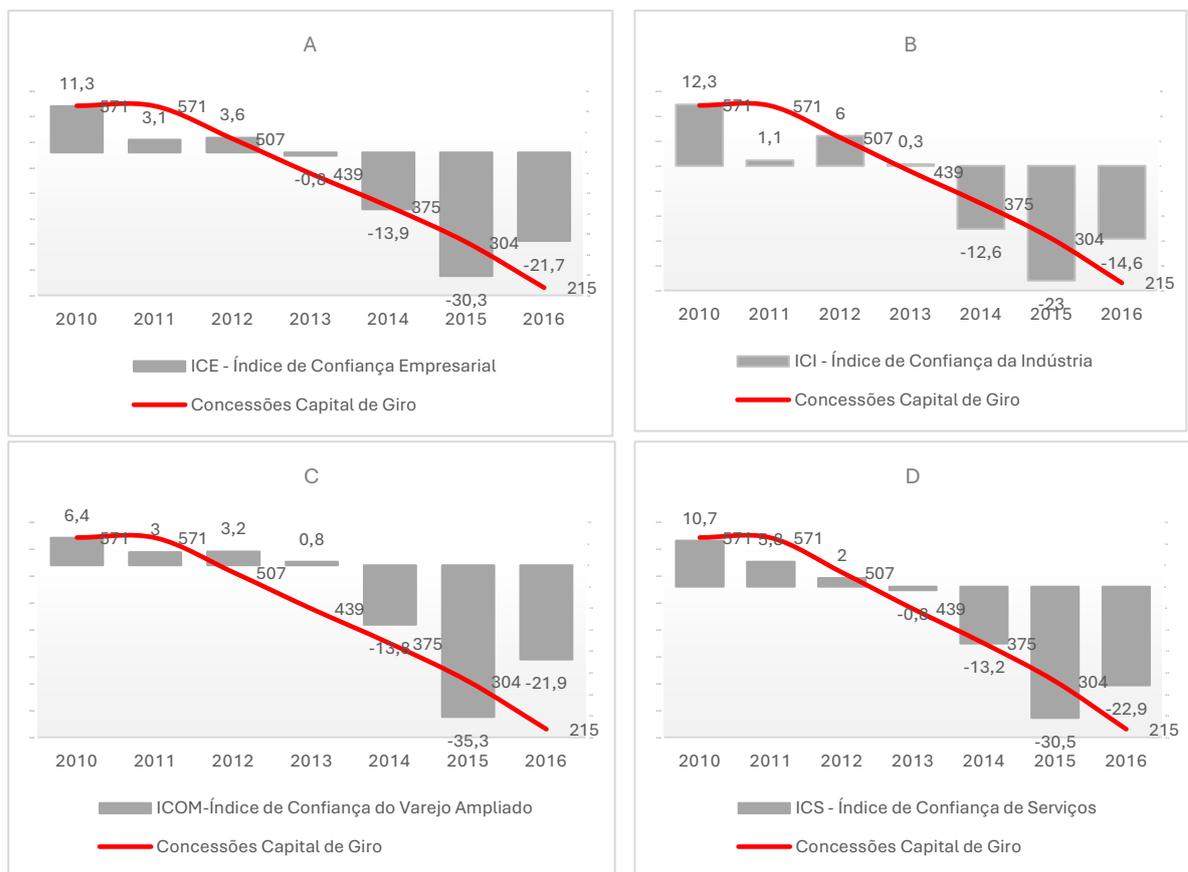
O racional que fundamenta a comparação destes índices com a concessão de crédito livre de capital de giro para PJ é que, como dito na seção 2.3, em um cenário otimista, as percepções dos agentes bancários sobre o futuro são positivas, levando ao aumento dos preços dos ativos de capital e à crescente participação de empresas "Ponzi" no portfólio de crédito dos bancos. Esse crescimento da finança especulativa e do financiamento "Ponzi" durante períodos de otimismo resulta em uma maior fragilidade do sistema financeiro. Quando sinais de alerta surgem e levam os bancos a reavaliarem seu otimismo, as expectativas em relação à capacidade das empresas "Ponzi" e especulativas de cumprirem suas obrigações financeiras são abaladas. A

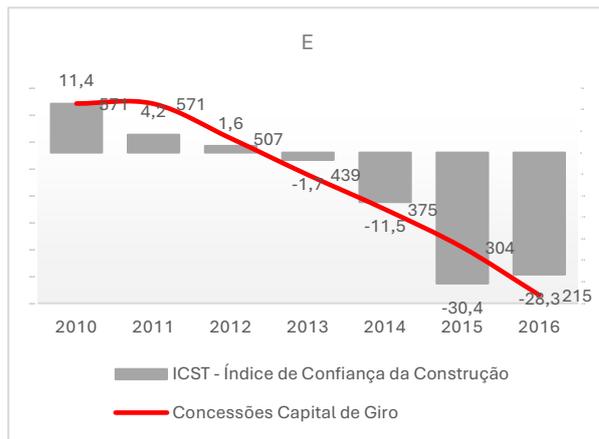
---

<sup>21</sup> Anexo 1 contém o formulário da sondagem do consumidor e comércio para exemplificação.

consequente perda de confiança leva os bancos a reduzirem a disponibilidade de crédito para essas empresas, ajustando suas políticas de risco. Sendo assim, espera-se verificar uma relação direta entre as variáveis.

**Gráfico 8.** (A) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança empresarial – ICE; (B) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança indústria - ICI, (C) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança do varejo ampliado - ICOM, (D) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança de serviços - ICS, (E) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Índice de confiança da construção - ICST. Todas as variáveis foram analisadas entre o período dos anos de 2010 a 2016.





Fonte: Bacen. Elaborado pelo próprio autor.

No Gráfico 8 (A) observa-se a comparação da variável dependente, evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ, e o índice de Confiança Empresarial (ICE), variável independente. Essa comparação pode ser lida como um resumo das demais, uma vez que o ICE é a agregação ponderada dos índices de confiança sem ajuste sazonal dos quatro setores pesquisados pela FGV: indústria de transformação, serviços, comércio e construção.

Todos os componentes do ICE apontam deterioração do otimismo de 2010 em diante e ultrapassam de cima para baixo o eixo que separa otimismo e pessimismo entre os períodos de 2013 e 2014. Desta maneira, a relação entre otimismo *versus* pessimismo na trajetória da concessão de crédito de capital de giro é muito similar ao observado com as variáveis reais. A relação se comporta como esperado de 2014 em diante. Já ao analisar na margem, na variação dos índices, encontra-se uma provável relação mais forte entre a evolução dessas variáveis e a evolução da concessão de crédito livre de capital de giro.

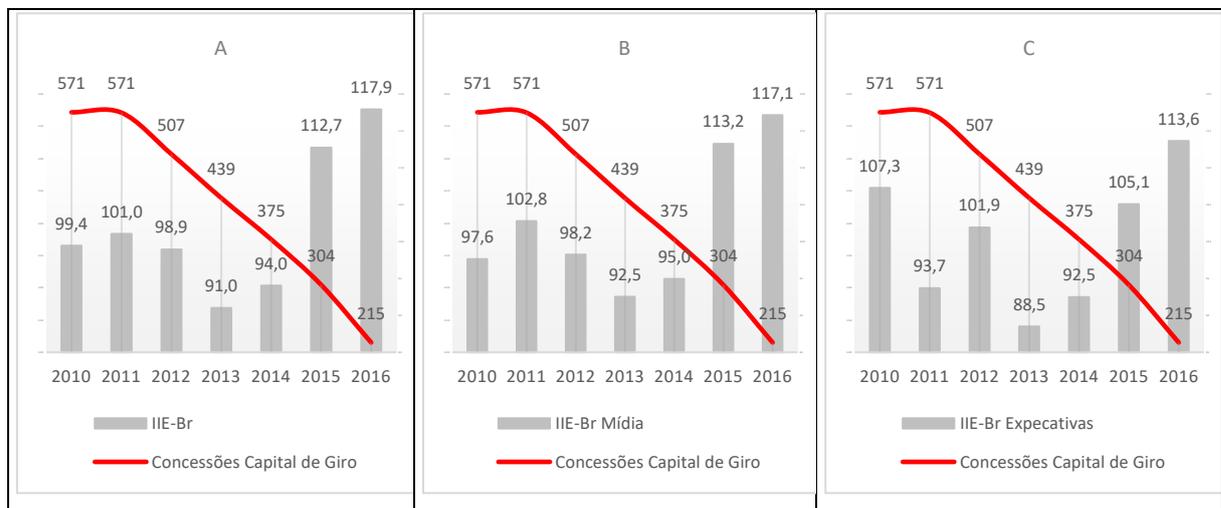
Outro índice interessante construído pela FGV é o Índice de Incerteza da Economia Brasileira (IIE-BR) (FGV, 2023). Por meio do levantamento das expectativas dos economistas sobre indicadores da economia real e de matérias na mídia de caráter otimista ou pessimista, este índice tenta monitorar o quanto a incerteza sobre o futuro próximo pode pesar na decisão dos agentes e na busca por liquidez.

O aumento da incerteza, teoricamente, deve agir diretamente sobre a preferência pela liquidez. Aumentar preço exigido para não entesourar, elevando o prêmio de

risco exigido pelos agentes financeiros para conceder crédito e diminuindo a propensão dos agentes não financeiros a realizar investimentos na economia real. Desta forma, índices de incertezas maiores deveriam proporcionar menores concessões de crédito em geral, e de capital de giro, nossa linha estudada, em particular. Sendo assim, espera-se uma relação inversa entre este índice e concessão de crédito.

Porém, como é possível observar no Gráfico 9 (A) e no comportamento dos seus componentes, Gráficos 9 (B) e 9 (C), essa relação não parece existir no período analisado, de 2010 a 2016.

**Gráfico 9.** (A) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Indicador de Incerteza da Economia Brasil (IIE-Br); (B) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Indicador de Incerteza da Economia Brasil – Componente Média (IIE-Br Média); (C) Evolução da concessão de crédito livre de capital de giro para PJ (bilhões de reais) e Indicador de Incerteza da Economia Brasil – Componente Expectativas (IIE-Br Expectativas).



Fonte: Bacen e FGV. Elaborado pelo próprio autor.

Embora de 2013 em diante o IIE-Br e seus componentes tenham apresentado o resultado esperado de aumento da incerteza, acompanhando a queda na concessão de capital de giro livre para PJ, a mesma relação não pôde ser observada nos anos anteriores (2010 a 2012). Para melhor entender o motivo pelo qual os dados se comportaram desta maneira, volta-se à metodologia do índice de acordo com a Fundação Getúlio Vargas:

O Indicador de Incerteza da Economia é composto por duas medidas: i) a primeira, IIE-Br-Mídia, é baseada na frequência de notícias com menção à incerteza; ii) a segunda, IIE-Br-Expectativa, construído a partir da média dos coeficientes de variação das previsões dos analistas econômicos, reportados na pesquisa Focus do Banco Central, para a taxa de câmbio e a taxa Selic 12 meses à frente e para o IPCA acumulado para os próximos 12 meses. Fórmula: IIEBr-Mídia (80%) + IIEBr-Expectativa (20%).

Ao observar com detalhe a metodologia empregada, percebe-se que os valores apresentados podem sofrer efeitos exógenos passíveis de mascarar a real percepção da incerteza. Como o indicador depende principalmente da menção da incerteza na mídia, em momentos em que o noticiário está focado em questões não econômicas é razoável que o termo seja menos utilizado. Por exemplo, na comparação mês a mês os valores mais baixos para o componente majoritário, IIE-Br Mídia, são nos meses de maio e julho de 2014, quando o Brasil sediou a copa do mundo. Talvez a adoção de formulários endereçados diretamente aos agentes, como na construção dos índices de confiança, obtivesse outra leitura sobre o sentimento da incerteza. Porém não se deve ignorar os méritos da construção atual.

Inclusive, outros estudos partiram do IIE-Br e encontraram resultados mais aderentes ao teorizado. Seguindo uma linha parecida com a desta dissertação, também fundamentado na teoria keynesiana, José Aloisio Costa Filho realiza o levantamento de quanto seu Índice de Condições Financeiras (ICF) é sensível às mudanças na percepção de incerteza (Costa Filho, 2020). O autor verifica a interação do Índice de Incerteza da Economia Brasil (IIE-Br) com o Índice de Condições Financeiras (ICF) justamente para o período e escopo que se pretende cobrir nesta dissertação (Brasil, primeiras décadas do século 21). Com o objetivo de definir precedência entre as variáveis (IIE-Br e ICF), foi utilizado o teste de causalidade de Granger, ou teste de Granger.

O funcionamento do teste de Granger se dá na seguinte maneira: Considerando duas séries temporais,  $X(t)$  e  $Y(t)$ , o teste examina se a inclusão dos valores passados de  $X$  melhora a previsão de  $Y$ . Para isso, o teste compara dois modelos, sendo um modelo onde  $Y$  é explicado apenas pelos seus próprios valores

passados (modelo autorregressivo) e outro modelo onde Y é explicado pelos seus próprios valores passados e pelos valores passados de X. Se o segundo modelo (com os valores passados de X) melhora significativamente<sup>22</sup> a capacidade preditiva de Y, diz-se que X "causa" Y no sentido de Granger. Importante lembrar que apesar do nome, o teste de Granger examina precedência temporal e previsibilidade, não necessariamente uma relação de causalidade direta no sentido clássico. Por exemplo, X pode Granger-causar Y sem que haja uma relação causal verdadeira entre elas.

O resultado encontrado está em linha com a fundamentação teórica pós-keynesiana e a hipótese da fragilidade financeira de Hyman Minsky. Embora a correlação encontrada entre as duas variáveis seja baixa, ao adicionar certa defasagem temporal os resultados passam a apontar causalidade no sentido de Granger da incerteza nas condições financeiras. Vale novamente lembrar, como dito no parágrafo anterior, que causalidade de Granger significa precedência no comportamento das séries. Tal precedência pode significar ou não causalidade no sentido estrito da palavra, portanto este teste não é capaz de apontar causalidade estrita.

Os resultados sugerem que, em geral, nas defasagens acima de um mês rejeita-se a hipótese nula de que o IIE-Br não causa o ICF. Ou seja, o índice de incerteza tem impacto sobre o índice de condições financeiras. A incerteza, que pode estar associada a diversas fontes que não necessariamente fontes econômicas, se reflete no indicador de condições financeiras com alguma defasagem (Costa Filho, 2020).

O teste de Granger também aponta causalidade invertida: impactos no ICF causam variações no IIE-Br. Para definir a cadeia mais provável de eventos, José Aloísio Costa Filho emprega decomposição de Cholesky como estratégia de identificação para os seguintes ordenamentos: 1. ICF, IIE-Br e IBC-Br

---

<sup>22</sup> Define-se o que seria "significativamente" a partir do cálculo da estatística F. A estatística F é calculada com base nas somas dos quadrados dos resíduos (diferença entre os valores observados e os valores previstos) de ambos os modelos e comparada com um valor crítico em uma tabela *F-distribution* (distribuição F) correspondente ao nível de significância escolhido (como 5%, ou 0,05) e aos graus de liberdade envolvidos no modelo.

comparativamente a; 2. IIE-Br, ICF e IBC-Br. Os resultados não poderiam estar mais alinhados com as perspectivas levantadas na revisão da literatura desta dissertação:

Nesse sentido, a diferença de ordenamento dos modelos de vetores autorregressivos pode ser entendida como a investigação de impacto de choques de naturezas diferentes. No primeiro ordenamento, a pergunta é se um choque de condição financeira que aumenta a incerteza amplifica uma reação econômica de natureza financeira. Os resultados alcançados não evidenciam essa hipótese. No segundo ordenamento, pergunta-se se choques de incerteza que se propagam via condições financeiras tem efeito ampliado sobre o PIB. Nesse caso, há indícios de resposta afirmativa (Costa Filho, 2020).

Se na comparação entre IIE-Br e a concessão de capital de giro livre para PJ não foi possível apontar a relação de precedência das expectativas sobre crédito, uma análise considerando uma variável sintética para acompanhar as condições financeiras (ICF) alcançou os resultados esperados pela teoria pós-keynesiana e na hipótese da fragilidade financeira de Hyman Minsky: os dados e testes apontam que as expectativas dos agentes contagiam as decisões dos bancos, que através de seus ciclos de crédito passam a influenciar todo o sistema econômico.

## 4 CONCLUSÃO

Nesta dissertação buscou-se confirmar, ou não, a hipótese de que no desenrolar dos anos de 2010 a 2016 no Brasil, os dados disponíveis que buscam acompanhar as expectativas dos agentes antecipariam as variações na concessão de crédito livre via capital de giro para PJ melhor do que os dados advindos da economia real.

Realizou-se revisão literária baseada na teoria pós-keynesiana, na qual demonstra-se que: 1. a moeda não é neutra e a sua disponibilidade ou escassez gera efeitos reais na economia; 2. A moeda é endógena e sua disponibilidade ou escassez não é uma decisão individual ou passível de controle por parte de nenhum dos agentes participantes de uma economia monetária moderna, sendo o crédito e a preferência da liquidez dois motivadores das oscilações da disponibilidade da moeda; 3. O crédito possui comportamento cíclico e diretamente relacionado com o restante da economia devido ao *modus operandi* dos agentes, logo tende a alongar a duração dos ciclos da economia real.

Na sequência da fundamentação teoria, demonstrou-se a linha de pensamento que leva até a escolha da variável dependente desta dissertação, a concessão de crédito livre via capital de giro para PJ. Em seguida foram realizadas comparações entre 15 séries ligadas a economia real e as expectativas dos agentes para concluir sobre a aceitação, ou não, da hipótese central.

Como esperado pela teoria pós-keynesiana, os dados apontam que a queda no crédito bancário no período analisado gerou a redução endógena da base monetária com efeitos negativos sobre o PIB, limitando a capacidade das empresas de investir e reduzindo o consumo das famílias, o que levou ao desencadeamento de uma crise econômica.

Ao adentrar na hipótese da fragilidade financeira de Hyman Minsky conclui-se que estas contrações do crédito são cíclicas e que sua fase de descendência tem como origem a deterioração da qualidade dos portfólios de crédito dos agentes bancários no momento de expansão do crédito na fase ascendente do ciclo.

Para analisar o ciclo de crédito brasileiro entre 2010 e 2016 buscou-se o afastamento da influência de choques exógenos como mudanças nas políticas de crédito

das estatais e empresas mistas do SFN então define-se o escopo como as concessões de crédito realizadas pelos bancos privados, denominadas como “livres” na nomenclatura do Bacen. Como a hierarquia das decisões em uma economia monetária de produção coloca as empresas acima das famílias, optou-se pelo acompanhamento da concessão de crédito livre para PJ. Uma vez que o produto capital de giro representa mais da metade das concessões privadas no período para empresas, elege-se este produto como variável dependente deste estudo.

De acordo com a hipótese da fragilidade financeira, a mudança da fase ascendente para descendente do ciclo de crédito envolve alteração na percepção dos agentes sobre o futuro. O otimismo do momento de expansão monetária via crédito se esgota iniciando o aumento da busca por liquidez pelos agentes e consequente redução do crédito, desencadeando assim o processo econômico recessivo.

Desta maneira, elabora-se a hipótese central desta dissertação que as séries de dados capazes de captar a percepção dos agentes sobre o futuro, ou seja, as expectativas, serão melhores predecessoras do comportamento do ciclo de crédito, representado aqui pela concessão de capital de giro livre para PJ.

Os dados levantados apontam para a aceitação da hipótese de que a queda na disponibilidade de crédito para PJ, na linha de capital de giro, não está apenas fundamentada no plano da economia real, notadamente nos índices de inadimplência, mas também na deterioração das expectativas dos agentes do SFN.

Dentre as 15 variáveis e componentes utilizadas em comparação com a concessão de capital de giro livre para PJ, apenas as séries de índice de confiança da FGV apresentaram comportamento convergente com a variável dependente nos primeiros anos de sua redução (2012 e 2013). A maioria das demais variáveis passam a apresentar tal convergência apenas após 2014, sendo que PIB e inadimplência apenas aderem a movimentação esperada de a partir de 2015.

Percebe-se que embora dados econômicos deteriorados fortaleçam o ciclo contracionista do crédito, para o período e lugar analisados, eles não são capazes de explicar o início deste ciclo. São nas variáveis ligadas a expectativa, especialmente

no índice de confiança, que se encontra o estopim da contração do crédito e consequente arrefecimento econômico que passa então a retroalimentar todo o mecanismo econômico recessivo.

Deve-se destacar que precedência não significa causa, mas tal dinâmica dialoga com a leitura de que a crise deflagrada no período tem início na deterioração das expectativas que encerrando o ciclo e expansão de crédito e iniciando sua retração arrastam a economia como um todo, tal qual a teoria de Minsky.

Importante salientar que outros estudos citados nesta dissertação corroboram com esta análise através de comparações entre o IIE-Br e ICF. Aqui também deve-se apontar uma fragilidade desta dissertação, pois tal poder de antecipação do IIE-Br não pôde ser reafirmado. Talvez a utilização de dados mensais ao invés de anuais ou a sintetização de uma variável para acompanhamento do ciclo de crédito ao invés da eleição de um produto específico, pudesse levar a um resultado diferente.

Neste momento, a análise decorreu de um estudo técnico dos dados que evidenciam indícios, sendo necessário gerar modelos econométricos e estatísticos para averiguar a consistência matemática dessas conclusões. Para o pesquisador que decidir seguir essa linha de pesquisa, os desafios pela frente não serão poucos. Entretanto, as análises indicam que há fundamento para a continuidade desse estudo dada as evidências apresentadas.

Muito foi feito para monitorar o comportamento destes agentes em si nas últimas décadas. Uma série de indicadores compostos sobre as condições financeiras e de crédito foram criadas nos últimos 30 anos e sua influência no restante da economia é amplamente aceita e respeitada. Porém, aqui abrem-se portas para um novo passo: a criação de índices e indicadores compostos que sejam capazes de monitorar as variáveis que definem a mudança de rumo nas mesas de decisão dos bancos. Mais do que acompanhar as condições financeiras, pede-se pelo aperfeiçoamento dos índices capazes de preceder a movimentação dessas condições financeiras.

Se capazes de compreender as variáveis por trás da mudança de comportamento do sistema financeiro de expansão para retração, pode-se instrumentalizá-las. Não que se espere uma condução das decisões de concessão de crédito, o que seria

de fato muita pretensão, pois observar variáveis não significa defini-las. Mas, se capazes de construir um sistema de alertas sobre as prováveis direções do ciclo de crédito, poderia evitar-se que os bancos centrais tomem atitudes contraproducentes. Reduzindo a possibilidade que estes atuem com atrasos e/ou de forma pró-cíclica, piorando as condições financeiras quando estas já se encontram envoltas de sinais que apontam para sua cíclica deterioração, como pode ter ocorrido na crise brasileira de 2015-16, ou fomentando o aumento da fragilidade do sistema financeiro através do alongamento do seu ciclo de expansão especulativa, como pode ter ocorrido nos EUA antes de 2008.

Este estudo sugere que a abordagem pós-keynesiana é mais apta para fundamentar a abordagem dos tomadores das decisões monetárias. Nos momentos mais agudos, pela sua incrível aderência a realidade dos fatos, é comum ver as autoridades recorrerem aos textos de Minsky e Keynes. Porém, é fundamental maior compreensão de suas teorias para ampliar seus espaços nos processos decisórios e libertar todo seu potencial preventivo (contra os exageros do livre mercado) e propulsor (contra as amarras da ortodoxia).

## 5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMADEO E. E DUTT, A. K. Os Keynesianos neo-ricardianos e os pós-keynesianos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, 1987.

AMADO, A. M. Moeda, financiamento, sistema financeiro e trajetórias de desenvolvimento regional desigual: a perspectiva pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, janeiro-março 1998. p. 76-90.

AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. **Ensaio FEE**, 2000. p. 44-81.

AMADO, A. M. Instabilidade financeira em países em desenvolvimento: uma análise intersectorial. **Economia e Sociedade**, janeiro-abril 2020. p. 119-147.

BERNANKE, B. S. Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. **The quarterly journal of economics**, 1983. p; 85-106.

BIANCARELLI, A. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. **Testo para discussão**, maio 2017.

BORGES, B. Impacto dos erros (reais) da Nova Matriz tem sido muito exagerado. **Blog IBRE - FGV**, 8 setembro 2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/impacto-dos-erros-reais-da-nova-matriz-tem-sido-muito-exagerado>>.

BRAGA, G. Além do PIB: o Relatório Stiglitz-Sen-Fitoussi. **Boletim responsabilidade social e ambiental do sistema financeiro**, Ano 4, nº48 Nov 2009.

CAFFE, M. B. E. R. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Publicações**, Campinas, 2018.

CARVALHO, F. J. C. Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. In: PAULA, L. F.; OREIRO, J. **Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.

CARVALHO, F. J. C. D. **A Nao-Neutralidade da Moeda em economias monetárias de produção: A moeda nos modelos pós-keynesianos**, 1991.

CARVALHO, F. J. C. D. Mr. Keynes and the post keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy. **Aldershot: Edward Elgar**, 1992.

CARVALHO, F. J. C. D. A economia Keynesiana e a moeda na economia moderna. **Levy Institute of Economics of Bard College**, janeiro 2006. p. 29-38.

COSTA FILHO, J. A; Condições financeiras, incerteza e ciclos econômicos recentes no Brasil. Orientador: Manoel Carlos de Castro Pires. 2020. Dissertação (mestrado profissional MPFE) – Fundação Getúlio Vargas Escola de Economia de São Paulo, São Paulo 2020.

CHICK, V. **Macroeconomics after Keynes A Reconsideration of the General Theory**. [S.I.]: The MIT Press, 1983.

- CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. In: CHICK, V. **Money, Method and Keynes**. Palgrave Macmillan, 1992. p. 193-205.
- CHICK, V. Money and effective demand. 2002. p. 124-138.
- CHICK, V. Theory, method and mode of thought in Keynes's General Theory. **Journal of Economic Methodology**, September 2003. p. 307-327.
- DAVIDSON, P. **Controversies in pos keynesian economics**. 1991.
- DOW, S. C. **The Methodology of Macroeconomic Thought**. Edward Elgar Publishing, 1996.
- FILHO, F. D. H. B. A crise econômica de 2014/2017. **Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo**, São Paulo. p. 51-60.
- FISHER, I. **The Purchasing Power of Money: Its Determination and relation to credit interest and crises**. New York: Macmillan Company, 1911.
- FREDDO, D. Estado, moeda e regulação: como a concepção sobre a moeda afeta o papel do Estado na regulação econômica. **Cadernos do desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v.11 jan-jun 2016. p; 33-53.
- FRIEDMAN, M. **The American Economic Review**. v. LVIII, 1968.
- GOODHART, C. A. E. **Money, Information and uncertainty**. Macmillan, 1975.
- GOODHART, C. A. E. **The role functions and definition of money**.1977.
- GOODHART, C. A. E. **Central bankers and uncertainty**. 1998 p. 229-271.
- GOODHART, C. A. E. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. **European Journal of Political Economy**, 1998. p. 407-432.
- GOODHART, C. A. E. What is the essence of money? **Cambridge Journal of Economics**, 2005. p. 817-825.
- HAUBRICH, M. B. A. J. Credit crises, money and contractions: An historical view. **Journal of Monetary Economics**, vol. 57 2010. p. 1-18.
- KALDOR, N. The new monetarism, London, Mar 1970.
- KALDOR, N. The irrelevance of equilibrium economics, 1972.
- KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. 1936.
- KEYNES, J. M. The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, December 1937. p. 663-669.
- KEYNES, J. M. **The collected writings of John Maynard Keynes: the General Theory and after**. London: Macmillan, v. Part 1, 1973.
- KEYNES, J. M. **The general theory and after: a supplement**. Cambridge: Macmillan, v. 24, 1979.

KNIGHT, F. **Risk, Uncertainty and Profit**. Boston: The Riverside Press, 1921.

MARTINS, N. M. A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade. **Cadernos do Desenvolvimento**, jul-dez 2011. p. 269-289.

MARTINS, N. M. Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011-2016):. **Economia e Sociedade**, Campinas, janeiro-abril 2022. p. 43-63.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis. **Challenge**, MARCH/APRIL 1977. p. 20-27.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis a restatement. **Thames papers in political economy**, 1978.

MINSKY, H. P. The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy. In: KINDLEBERGER, E. L. **Financial crises**. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. P. The endogeneity of money. In: NELL, E. J. **Nicholas Kaldor and Mainstream Economics**. 1991. p. 207-220.

MOLLO, M. D. L. R. The endogeneity of money: post-keynesian and marxian concepts compared. **Research in political economy**, v.17 1999. p. 3-26.

MOLLO, M. D. L. R. Ortodoxia e Heterodoxia Monetária: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, julho-setembro 2004. p. 323-345.

MOORE, B. J. **Horizontalists and verticalists: The macroeconomics of credit money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

MORAIS, A. S. F. E. L. **Brasil: neoliberalismo versus democracia**. Boitempo, 2018.

NEVES, J. P. B. Credit, output and financial stress: A non-linear LVSTAR application to Brazil. **Metroeconomica**, 2022. p. 900-923.

OREIRO, J. L. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. **Estudos Avançados**, 2017. p. 75-88.

PAULA, L. F. D. Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro. **Revista de Economia Política**, janeiro-março 2007. p. 178-182.

PAULA, L. F. D. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito no Brasil em 2003-2016: Uma análise pós-Keynesiana da preferência pela liquidez. **Revista de economia contemporânea**, 2020. p. 1-32.

PESSOA, S. O impacto da nova matriz econômica: resposta a Braulio Borges. **Blog do IBRE - FGV**, 28 setembro 2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-impacto-da-nova-matriz-economica-resposta-braulio-borges>>.

PESSOA, S. O impacto da nova matriz econômica sobre a economia: resposta a Bráulio II. **Blog do IBRE - FGV**, 29 setembro 2017. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/o->

impacto-da-nova-matriz-economica-sobre-economia-resposta-braulio-ii>.

PETTENATI, P. Alternative theories of a money-capital economy: Keynes, Tobin and the Neoclassics. **Oxford Economic Papers**, Oxford, n°29 1977.

SHACKLE, G. L. S. **Time in economics**. Amsterdam: North-Holland Publishing, 1958.

SINGER, A. **O lulismo em crise: Um quebra-cabeça do período Dilma (2011-2016)**. São Paulo: Companhia das Letras, 2018.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-Keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, janeiro-março 1993. p. 110-129.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, v.25 feb 1958.

WILCOX, J. A. Nominal interest rate effects on real consumer expenditure. **Business Economics**, Oct 1990. p. 31-37.

## 6 ANEXOS

### Anexo 1A – Formulário para sondagem de confiança do consumidor:

#### Perguntas Mensais

##### SITUAÇÃO DA ECONOMIA LOCAL

**1. COM BASE NO SEU COTIDIANO, COMO VOCÊ PERCEBE A SITUAÇÃO ATUAL DA ECONOMIA EM SUA CIDADE?**

Muito boa  
Boa  
Normal  
Ruim  
Muito ruim

**2. NOS PRÓXIMOS SEIS MESES, A SITUAÇÃO ECONÔMICA DA CIDADE EM QUE RESIDE ESTARÁ:**

Muito melhor  
Um pouco melhor  
Igual  
Um pouco pior  
Muito pior

##### EMPREGO

**3. NA SUA OPINIÃO, CONSEGUIR EMPREGO HOJE EM SUA CIDADE ESTÁ:**

Muito fácil  
Fácil  
Normal  
Difícil  
Muito difícil

**4. NOS PRÓXIMOS SEIS MESES, CONSEGUIR EMPREGO ESTARÁ:**

Muito mais fácil  
Um pouco mais fácil  
Igual  
Um pouco mais difícil  
Muito mais difícil

##### SITUAÇÃO FINANCEIRA DE SUA FAMÍLIA

**5. NESTE MOMENTO, A SITUAÇÃO FINANCEIRA DE SUA FAMÍLIA ESTÁ:**

Muito boa  
Boa  
Normal  
Ruim  
Muito ruim

**6. NOS PRÓXIMOS SEIS MESES, A SITUAÇÃO FINANCEIRA DE SUA FAMÍLIA ESTARÁ:**

Muito melhor  
Um pouco melhor  
Igual  
Um pouco pior  
Muito pior

##### INFORMAÇÕES DA FAMÍLIA

**No momento você está empregado?**

Sim  
Não

**Em relação ao mercado de trabalho, como você definiria sua situação atual? (marcar sua principal fonte de renda)**

Empregado do setor privado com carteira assinada  
Empregado do setor privado sem carteira assinada  
Empregado do setor público  
Trabalhador doméstico com carteira assinada  
Trabalhador doméstico sem carteira assinada  
Militar do exército, marinha, aeronáutico, polícia militar ou corpo de bombeiros  
Empregador  
Conta própria  
Estudante  
Dona [a] de casa  
Aposentado  
Desempregado  
Não quero responder

**Número de pessoas residentes no domicílio que fazem parte de sua família:** \_\_\_\_ pessoas  
(incluindo genros, noras, cunhados (as) e enteados (as))

**Idade do respondente:**

Menos de 35 anos  
Entre 35 – 44 anos  
Entre 45 – 60 anos  
Mais de 61 anos

**Renda Familiar Mensal:**

Até R\$ 2.100,00  
Entre R\$ 2.100,01 e R\$ 4.800,00  
Entre R\$ 4.800,01 e R\$ 9.600,00  
Mais de R\$ 9.600,01

**Sexo do Informante** (não é necessário fazer a pergunta apenas marcar):

Masculino  
Feminino

**Escolaridade do respondente: Qual é o curso mais elevado que frequentou, no qual concluiu pelo menos uma série:**

Sem instrução/primário incompleto  
Primário completo/ 1º grau incompleto  
1º grau completo/ 2º grau incompleto  
2º grau completo/ superior incompleto  
Superior completo  
Pós-graduação

**Religião:**

Católico

##### POUPANÇA

**7. QUAL DESSAS FRASES MELHOR DESCREVE A SITUAÇÃO FINANCEIRA DE SUA FAMÍLIA?**

Estamos poupanando muito  
Estamos poupanando um pouco  
Não estamos poupanando nem endividando  
Estamos usando recursos de poupança para cobrir as despesas correntes  
Estamos nos endividando

##### COMPRAS

**8. NOS PRÓXIMOS SEIS MESES, EM RELAÇÃO AOS ÚLTIMOS SEIS MESES, OS SEUS GASTOS COM BENS DE CONSUMO DURÁVEL (ELETROELETRÔNICOS, UTILIDADES DOMÉSTICAS OU OUTROS), SERÃO:**

Muito maiores  
Um pouco maiores  
Iguais  
Um pouco menores  
Muito menores

##### VIAGEM DE FÉRIAS

**9. NOS PRÓXIMOS SEIS MESES, VOCÊ PRETENDE VIAJAR DE FÉRIAS?**

Sim  
Incerto  
Não

**10. (CASO AFIRMATIVO): A VIAGEM DE FÉRIAS QUE VOCÊ PLANEJA FAZER SERÁ:**

Dentro do país  
Fora do país  
Não sabe

##### INFLAÇÃO E TAXA DE JUROS

**11. NA SUA OPINIÃO, DE QUANTO SERÁ A INFLAÇÃO BRASILEIRA NOS PRÓXIMOS 12 MESES?**  
\_\_\_\_\_ %

**12. NA COMPARAÇÃO COM OS ÚLTIMOS 12 MESES, COMO EVOLUIRÁ A TAXA DE INFLAÇÃO NOS PRÓXIMOS 12 MESES?**

Aumentará muito  
Aumentará um pouco  
Ficará estável  
Cairá um pouco  
Cairá muito

**13. NA SUA OPINIÃO, NOS PRÓXIMOS SEIS MESES A TAXA DE JUROS IRÁ:**

Sobir  
Manter-se  
Cair

Evangélico ou Protestante  
Espiritualista  
Seguidor de religião Afro Brasileira  
Seguidor de religião Oriental ou Asiática  
Espiritualizado sem seguir uma Religião específica  
Ateu ou agnóstico  
Nenhuma das opções acima ou prefiro não responder

## Anexo 1B – Formulário para sondagem de confiança do comércio:

### Perguntas Mensais

#### SITUAÇÃO DOS NEGÓCIOS

1. Como você avalia a situação atual dos negócios para esta época do ano?

- Boa
- Normal
- Ruim

2. Descontando-se a influência sazonal, como estará a situação dos negócios nos próximos seis meses?

- Melhor
- Igual
- Pior

#### VOLUME DE COMPRAS

3. Descontando-se a influência sazonal, como você avalia as encomendas a fornecedores atualmente?

- Forte
- Normal
- Fraco

4. Descontando-se a influência sazonal, como evoluirão as encomendas a fornecedores nos próximos 3 meses?

- Aumentará
- Ficará igual
- Diminuirá

#### VOLUME DE DEMANDA

5. Como você avalia o volume atual de demanda pelos produtos vendidos por sua empresa para esta época do ano?

- Forte
- Normal
- Fraco

#### VENDAS

6. Descontando-se a influência sazonal, como evoluirão suas vendas nos próximos 3 meses?

- Aumentarão
- Ficarão iguais
- Diminuirão

#### CRÉDITO

12. Como você avalia o grau de dificuldade para acesso ao crédito por sua empresa no momento?

- Fácil
- Normal
- Difícil

#### ESTOQUE

7. Descontando-se a influência sazonal, o nível de estoques no momento está:

- Excessivo (acima do normal)
- Normal
- Insuficiente (abaixo do normal)

#### PREÇOS

8. Descontando-se a influência sazonal, como evoluirão os preços dos seus produtos nos próximos 3 meses?

- Aumentarão
- Ficarão iguais
- Diminuirão

#### MÃO DE OBRA

9. Descontando-se a influência sazonal, como evoluiu o número de pessoas empregadas por sua empresa nos últimos 3 meses?

- Aumentou
- Ficou igual
- Diminuiu

10. Descontando-se a influência sazonal, como evoluirá o número de pessoas empregadas por sua empresa nos próximos 3 meses?

- Aumentará
- Ficará igual
- Diminuirá

#### LIMITAÇÃO À MELHORA DOS NEGÓCIOS

11. Que fatores estão impedindo a melhora da situação dos negócios da sua empresa?

Marque o(s) fator(es) mais importante(s):

- Não há impedimentos
- Demanda insuficiente
- Tempo de entrega dos fornecedores
- Custo de mão-de-obra
- Custo financeiro (ex.: taxa de juros)
- Falta de espaço físico
- Competição no próprio setor
- Acesso ao crédito bancário
- Outros. Favor especificar: .....