



Estudos especiais do BNDES

Impulso do crédito e atividade econômica

Edição n 5/2023

No pós-crise financeira global de 2008/2009 surgiu um debate no mundo desenvolvido acerca do papel do crédito na recuperação das economias. Alguns trabalhos observaram que a retomada das economias centrais começou a ocorrer a despeito de o estoque das operações de crédito ainda não ter se recuperado. Esse fenômeno, documentado inicialmente no contexto de mercados emergentes por [Calvo, Izquierdo e Talvi \(2006\)](#), ficou conhecido na literatura como “Milagre de Phoenix” ou *Credit-Less Recovery* ([KOSE; TERRONES, CLAESSENS, 2009](#); [FMI, 2009](#); [LOO-KUNG; CALVO, 2010](#)).

No entanto, [Mayer, Pick e Biggs \(2010\)](#) defenderam que essa dissociação pouco intuitiva entre a recuperação das economias e o desempenho do mercado de crédito bancário era fruto de uma comparação inadequada entre a evolução da carteira de crédito (variável de estoque) e o nível de atividade (variável de fluxo). Para captar de forma correta essa relação, a comparação deveria ocorrer entre as concessões líquidas de crédito (novos empréstimos líquidos dos pagamentos de juros, amortizações e renegociações) – uma medida do fluxo de recursos do setor bancário que flui para o restante da economia – e o nível de atividade (duas variáveis de fluxo).¹

Segundo essa visão, portanto, a variação das concessões líquidas de crédito deveria se relacionar à variação da atividade econômica. Utilizando a variação do saldo da carteira de crédito como *proxy* para as concessões líquidas e o PIB como indicador da atividade econômica, também seria possível relacionar a variação das concessões líquidas de crédito (sua aceleração ou desaceleração) em proporção do PIB, ao crescimento do PIB, o que foi chamado pelos autores de “impulso do crédito”.^{2,3} Formalmente:

$$\text{Impulso do crédito}_t = \left(\frac{\text{Saldo}_t - \text{Saldo}_{t-1}}{\text{PIB}_t} \right) - \left(\frac{\text{Saldo}_{t-1} - \text{Saldo}_{t-2}}{\text{PIB}_{t-1}} \right) \quad (1)$$

¹ BCB (2021) chama de fluxo financeiro o que estamos chamando de concessões líquidas de crédito e define o impulso do crédito como a variação do fluxo financeiro.

² Em BCB (2021) é possível verificar que a variação do saldo de crédito é em geral uma boa *proxy* para as concessões líquidas, ainda que possa haver discrepâncias em episódios específicos.

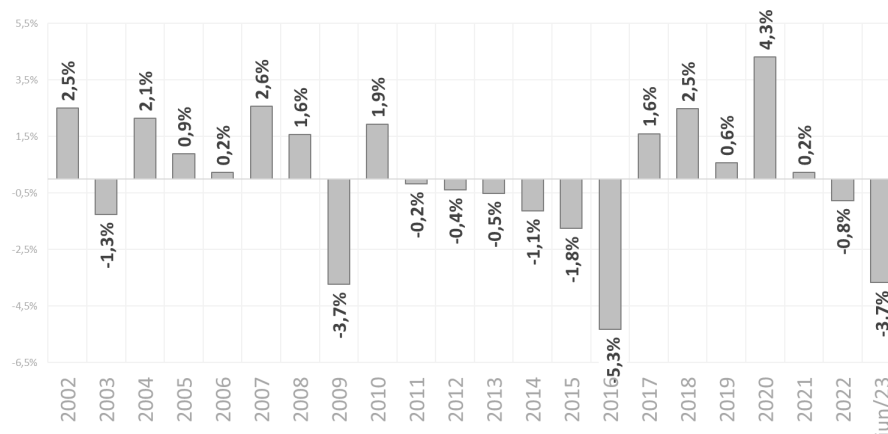
³ A analogia é com o impulso fiscal, medido pela variação do resultado primário estrutural (ajustado pelo ciclo). Em outras palavras, assim como a variação do resultado primário (a 2ª diferença da dívida, isto é, a variação da variação da dívida) é um bom indicador do impulso fiscal, a variação da variação do saldo de crédito é um bom indicador do impulso do crédito. A diferença é que os dados fiscais permitem separar de forma imediata o resultado primário e os juros na variação da dívida.

Onde *Saldo* é o estoque de crédito ao final do período, *PIB* é o PIB nominal, e os subscritos indicam os períodos, sendo *t* o período de referência e *t – i* a i-ésima defasagem.

Para o cálculo do impulso do crédito para o Brasil utilizamos a razão entre a variação interanual (mês contra mesmo mês do ano anterior) do saldo das operações de crédito em valores correntes e o PIB nominal acumulado em 12 meses. A partir dessa métrica, tentamos responder às seguintes questões: i) Qual é a evolução do impulso do crédito no Brasil? corrigido; ii) O impulso do crédito tem relação com o crescimento da atividade econômica? Trata-se de um tema pouquíssimo explorado no Brasil e que merece maior debate.⁴

O Gráfico 1 mostra a evolução do impulso do crédito no Brasil entre 2002 e junho de 2023, em frequência anual. Já o Gráfico 2 segmenta o impulso do crédito entre recursos livres e direcionados.

Gráfico 1: Impulso do crédito no Brasil 2002-2023 (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Gráfico 2: Impulso do crédito 2002-2023 – recursos livres vs recursos direcionados (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

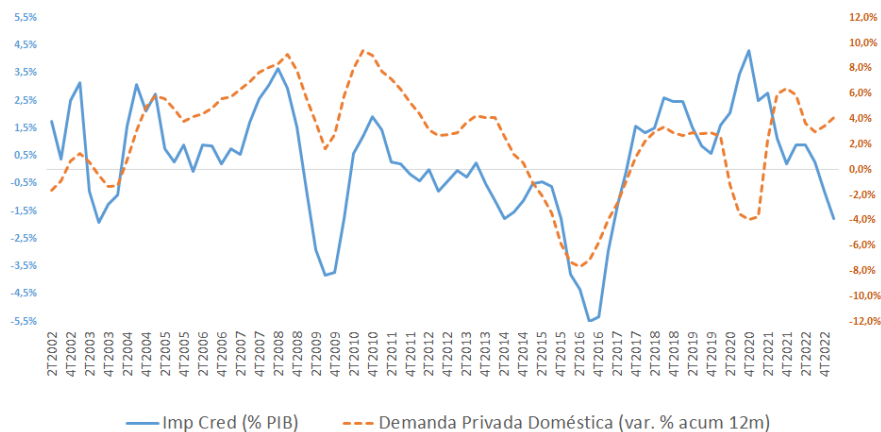
⁴ BCB (2021), já referido em notas anteriores, é um dos poucos estudos já realizados. Embora haja diferenças metodológicas na construção da medida de impulso do crédito, os resultados apontam na mesma direção e são qualitativamente semelhantes ao deste estudo.

Algumas informações interessantes podem ser extraídas das séries de impulso do crédito no Brasil.

- Entre 2002 e 2008 o impulso do crédito foi positivo (com exceção de 2003). Nesse processo foram de vital importância, principalmente a partir de 2004:
 - A ampliação dos níveis de emprego formal e de renda, viabilizados tanto pelo crescimento da economia com estabilidade de preços, quanto pelas políticas de redistribuição de renda (valorização do salário-mínimo e ampliação dos programas sociais de transferência de renda);
 - Tendência de queda da taxa de juros básica da economia;
 - Mudanças institucionais importantes que reforçaram esse ciclo expansionista, tornando o mercado de crédito bancário mais seguro para o prestador de recursos, como a regulamentação do crédito consignado, a alienação fiduciária e o patrimônio de afetação nos financiamentos imobiliários, a nova lei de falências em 2005 etc.
- Entre setembro de 2008 e 2009, no contexto da crise econômica global, o impulso do crédito tornou-se bastante negativo, liderado pelos recursos livres, ilustrando a restrição de liquidez ocorrida no mercado bancário brasileiro;
- Entre 2009 e 2010, a partir da implementação das medidas creditícias anticíclicas, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo;
- Entre 2011 e 2013, o impulso do crédito foi mais próximo da neutralidade, mas com valores ligeiramente negativos e com tendência declinante, seguindo o padrão dos recursos livres, enquanto os recursos direcionados tiveram contribuição levemente positiva;
- A partir de 2014, o impulso do crédito entrou em um terreno contracionista, com retração simultânea dos impulsos gerados pelos recursos livres e direcionados, na esteira da desaceleração da economia em 2014, e, posteriormente, do biênio recessivo de 2015-2016;
- Entre 2017 e 2019, o impulso do crédito voltou ao terreno positivo com o bom desempenho dos recursos livres, mas houve perda de dinamismo em 2019;
- Em 2020, o impulso do crédito atingiu o maior valor da série devido às políticas adotadas para garantir liquidez às empresas durante a crise decorrente da Covid-19, o que se expressa pela grande contribuição do segmento direcionado; e
- Entre o fim de 2021 e junho de 2023, o impulso do crédito mostra tendência declinante, entrando em terreno negativo e com comportamentos díspares entre recursos livres e direcionados.

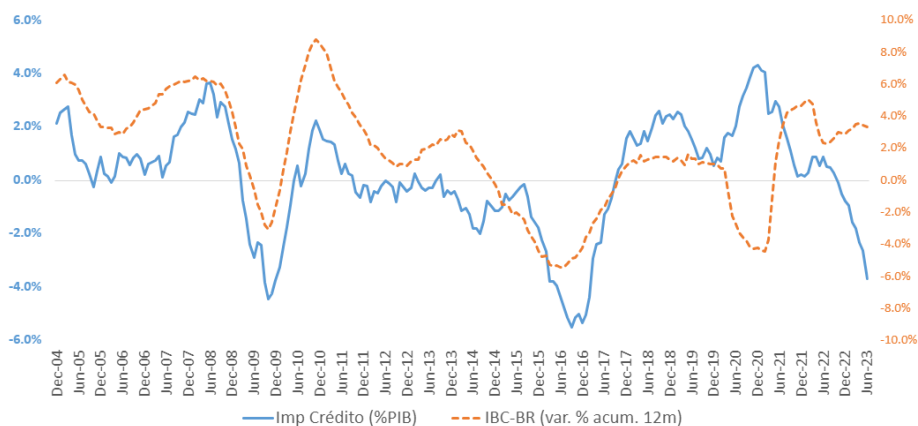
Mas será que o impulso do crédito no Brasil tem relação com a dinâmica do consumo e do investimento ($C + I$) – *proxy* para a demanda privada doméstica – ou mesmo com o nível de atividade? O Gráfico 3, que relaciona o impulso do crédito com a demanda privada doméstica, e o Gráfico 4, que associa o impulso do crédito e o IBC-Br (indicador mensal de atividade do BCB), tentam mostrar essa relação.

Gráfico 3: Impulso do crédito (% do PIB acumulado em 12 meses) e demanda privada doméstica (variação % acumulada em 12 meses)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e do IBGE. A série da demanda privada doméstica foi construída a partir da razão entre seus valores correntes e seus índices de *quantum* encadeados. A partir disso é possível construir deflatores implícitos para cada componente e, assim, chegar aos valores constantes a preços de 2022.

Gráfico 4: Impulso do crédito (% PIB acumulado 12 meses) e IBC-BR (variação % acumulada em 12 meses)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Nota-se que, de forma geral, as séries têm associação positiva, mas em alguns episódios a relação não é muito estreita. Chama atenção, em particular, a forte discrepância ocorrida recentemente devido a dois movimentos:

- i) Em 2020, quando o impulso do crédito se torna amplamente positivo devido às medidas emergenciais implementadas pelo governo em decorrência da pandemia de Covid-19, e há forte queda da demanda privada doméstica e do IBC-Br pelas restrições à mobilidade e circulação de pessoas; e
- ii) Entre 2021 e junho de 2023, quando a recuperação da economia coincide com um menor impulso do crédito pela retirada das medidas emergenciais.

A partir dos dados apresentados, pode-se concluir que o impulso do crédito geralmente apresenta correlação positiva com o crescimento da atividade econômica. A exceção ocorreu durante o período de parada súbita e reabertura da economia causada pela pandemia de Covid-19, quando a correlação se tornou claramente negativa. As políticas de crédito anticíclicas adotadas no período explicam esse padrão recente. Com o fim da transição para o período de normalidade econômica – após a pandemia e a reversão das políticas de crédito adotadas –, a associação positiva entre impulso do crédito e crescimento econômico deve voltar a vigorar.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fluxo Financeiro e Impulso do Crédito. *Relatório de inflação*. Brasília, set. 2021. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202109/ri202109b5p.pdf>. Acesso em: ago. 2023.

CALVO, G; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit From Systemic Financial Crisis. *NBER Working Paper*. Cambridge, MA, n. 12.101, mar. 2006. Disponível em:

https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12101/w12101.pdf. Acesso em: ago. 2023.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Sustaining the Recovery. *World Economic Outlook*. Washington, DC, n. 2, out. 2009. Disponível em:

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2009-Sustaining-the-Recovery-22576>. Acesso em: ago. 2023.

KOSE, A.; TERRONES, M; CLAESSENS, S. A recovery without credit: Possible but... *VoxEU*.

[s.l.], 22 mai. 2009. Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/recovery-without-credit-possible>. Acesso em: ago. 2023.

LOO-KUNG, R.; CALVO, G. US recovery: A new “Phoenix Miracle”? *VoxEU*. [s.l.], 12 abr 2010.

Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/us-recovery-new-phoenix-miracle>. Acesso em: ago. 2023.

MAYER, T; PICK, A; BIGGS, M.. *Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles*,

[s.l.], 15 mar. 2010. Disponível em: <https://cepr.org/voxeu/columns/myth-phoenix-miracle>. Acesso em: ago. 2023.